四、财务报表的逻辑框架

4.1 资产负债表和利润表的关系

未分配利润实际上就是资产负债表和利润表，它们之间产生联系的一个最最直接的桥梁。其实我们的报表之间，还有更加深入的内在的联系。

4.2 认识现金流量表

现金流量表描述的就是我收到钱和付出钱的情况。
因为现金流量表就是一个流水账，当然现金流量表和我们自己记的那个流水账的区别在于，在现金流量表上，我们按照企业所发生的三种类型的经济活动对现金流做了分类，分别是经营、投资、融资，它们对现金的流入和流出进行分类的描述。（现金流量表就是将现金的流入与流出按照公司从事的经营、融资、投资三项活动进行分类描述。）

个人的流水账也可如此分类：
经营活动：如领工资，买菜，请小时工等常有的事。
投资活动：如买（卖）车买（卖）房等
融资活动：如银行贷款等

融资性租赁，计入长期应付款，在现金流量表中被认为是融资性活动的现金流出。

4.3 现金流量表的作用

总的现金流入-总的现金流出=现金净流量（现金的增减变化的数额，其实在资产负债表可以看出，在那个货币资金的项目里，如原来有多少货币资金（2012 年）-现在有多少货币资金（2013）=这一年现金增减变化的数额，所以，完全不需要现金流量表，现金流量表并非告诉我们这个）

现金流量表就是将现金的流入和流出按照公司从事的经营、融资、投资三项活动进行分类描述。告诉我们，现金增减变化是如何发生的，描述了现金的来龙去脉，更确切的说，描述了企业的风险状况。

不同原因引起的现金流增减变化，对我们的含义是不一样的。不同原因的现金流入和流出对我们的影响，对我们对这个企业的看法会不一样。

我们一定都希望那个流入是来自于经营活动的，因为越是来自经营活动的这种流动越可以持久。而在流出当初，我们更可能希望这个钱是流去做投资了，因为投资的这些支出很可能未来可以给我带来回报。

我们的资产负债表上有那么多的资产，为什么我们不每一个项目都单独地做一张表来描述一下它们产生变化的原因是什么，为什么我单独挑中了现金这一个项目呢？说明现金这个项目跟其他的资产项目肯定有点不一样的地方。作为一个企业来说，它没有任何东西它可以拿钱去买，但是如果它没有钱了可能这个企业将面临着关门的结局。它之所以特殊，是因为它非

常的重要，它之所以重要，是因为它关系到这个企业的生死存亡。（现金关系到企业的生死存亡）

为什么我们需要一个现金流量表来描述现金的来龙去脉呢，是因为我们关心这个公司的生死存亡，换句话说，是因为我们关心这个公司的持续经营的风险。

4.4 现金流量表是如何产生的？

参考前面 13 项经营活动资产负债表和利润表，铅笔稿 P1。
把所有的经营汇总在一起，这就是它的经营活动现金流
把所有的投资相关的内容汇总在一起，这就是它的投资活动现金流
把所有的融资相关的现金流汇总在一起，就是它的融资活动现金流

同参考铅笔稿 现金流量表结构图 P3
融资活动现金流=8070（正数，则是融入资金）
投资活动现金流=-5850（负数，现金流出，外投，当然这个投资不一定是往公司外面去投，也可能是投固定资产）
经营活动现金流=-500（参考结构图 P3，流入减去流出，得负数，则说明销售产品收到的钱不足以支付采购、发工资、交税，入不敷出）

它的经营活动是养活不了自己的，那它就需要别人那钱来养它，这种情况我们就叫做，这个经营活动是没有造血机能的，它需要别人给他输血它才能生存。就这个例子来看，我们说它需要哪个地方来给它输血呢，（参考 13 项活动现金流量表 P1）看起来这个投资活动也没有现金的剩余，也不可能给它输这个血，唯一的可能是什么，就是融资，也就是说这个企业，只能靠融资来养活它的经营。如果没有融资的话，很显然它自己一点钱都没有，这样的情况我们就说，这个企业是没有钱的，可是刚才我们看到利润表，我们发现这个公司其实是有利润的，也就是说它其实是赚钱的，这时候你就会发现一个奇怪的事情，你会发现一个企业可能会赚钱，但是它可能没有钱。其实在现实中还会有另一种公司，他们可能很有钱，但是他们不赚钱。那些既赚钱又有钱的企业肯定是很好的了，而那些既不赚钱又没有钱的公司，肯定是有问题的。
但是如果在赚钱和有钱当中，这个公司只占其中的一样，那你说是赚钱更重要呢，还是有钱更重要？（以后再讲）

现金净流量=8070-5850-500=1720 （这个结果在资产负债表上出现过，货币资金这个项目。它们俩正好相等，因为这个公司是新组建的公司，所以它原来的货币资金是 0，它现在是 1720 万，所以它增加了 1720 万，那我们的现金流量表就给我们解释了，这个 1720 万到底是如何产生的，是我们融入了 8070 万的资金，然后又拿 5850 万出去投资了，又用 500 万补贴了公司的经营活动的，资金缺口，最后剩下来 1720 万。总结后看到打印的真实完整的现金流量表 P2）

4.5 三张报表的逻辑关系

我们的利润表大部分的篇幅其实是在描述经营活动的，这里面跟经营活动不直接相关的项目可能只有财务费用、投资收益，最多再加上一个营业外收支，所以我们说利润表它主要在描述这个企业的经营活动，当然在进行经营活动的过程当中，可能会有应收款、应付款，因此它们会列在资产负债表当中，所以我们说这个资产负债表虽然也描述了一定的经营活动，但它主要的篇幅实际上不是在经营活动上，而是在投资、融资活动上。

也就是说似乎这张现金流量表是重复的，它把所有的 13 项经济活动，把所有的经营、融资、投资全部都重复地描述了一遍，但事实上我们知道，虽然形式上看它是重复的，但事实上它不重复，之所以不重复是因为它的视角不一样，它的视角不同于资产负债表和利润表，它关注公司的风险，这个角度就是风险的角度。

利润表三个要素：收入、成本费用和利润，它们之间的关系是这样的，收入减去所有的成本费用等于利润，利润表用这三个会计要素表现了这个企业的经营活动的情况。

资产负债表三个要素：资产、负债和股东权益，它们之间的关系是：资产等于负债加股东权益，资产负债表用这三个会计要素描述了这个企业的投融资行为的结果。

而且在现金流量表上，我们把所有的经营、投资、融资活动又重新描述了一遍

我们的三张表实际上是两个维度：
第一个维度是现金流量表这个维度，这个维度向我们描述了一件事，就是这个企业能不能生存下去，能不能活下去，这就是我们说的风险的视角。
另一个维度是由资产负债表和利润表共同构成的这个维度，这个维度在说这个企业如果能够活下去的话，它会是什么样子的，它将有多少收益，它将有什么样的家底，也可以说这是一个收益的视角。

我们了解一个企业，我们既需要知道这个企业能不能活下去，我们也需要知道如果它能够活下去，它将是什么样子的。所以这两个视角，这两个维度缺一不可，而在每个维度之下，我们都需要了解经营、投资、融资的情况。

这三张报表，是因为它们有机地构成了一个整体，它们完整地，不多也不少地描述了这个公司的所有的经济活动。

4.6 三张报表的角色分别是什么？

假设我现在要去银行贷款，你觉得银行会最关注我的哪张报表呢？是利润表还是资产负债表还是现金流量表，可能很多人会说，银行会关心资产负债表，因为你的资产负债表上告诉你，这个公司的家底是什么，所以最后如果这个公司还不了债的话，它需要用这个资产负债表上说的，这些家底去最后偿债，这不能说没有道理，但是我们可以想象一下，难道银行真的都期待着每个公司通过这种方式来偿债吗，要把它的资产去变卖去偿债，很显然银行并不期望所有的公司都是这样来还债，事实上银行希望没有一个公司通过这种方式来还债，虽然变卖资产去还债，是可以解决负债的问题的，但事实上这是最后一根稻草。对于银行来说，它更希望企业通过正常的经营过程来还债，换句话说它希望企业有足够的现金的余量去还债，所以我们说它其实不是最关心资产负债表，而是现金流量表。

对于银行来说，它更关注这个企业的风险还是更关注收益呢？因为我们刚才说过，利润表和资产负债表，它们都是收益的视角，对于银行来说，更关注风险还是关注收益呢？
因为作为一个企业来说，它挣再多的钱，它不会分给银行，对于银行来说所关心的最重要的问题是，这个企业当它赚钱赚得最少的时候，它还能不能还得了银行的债。所以从这个角度来说，我们得到的答案也同样是现金流量表。当然我们说这是它最关注的信息，并不意味着它会不关注其他的信息。

如果现在我是一个投资者，作为投资者会最关注那个被我投资的企业的哪张报表呢？我想这个问题大家可能没有什么争议，可能你会说应该是利润表，因为投资者关心这个公司的收益。投资者关心这个未来的收益，我们的三张报表当中，哪一个能告诉我这个公司未来赚多少钱呢？你说好像都没有，为什么，因为所有的财务报表都是描述历史的，但是如果大家回忆一下，我们在讨论利润表的时候，当时我们特别强调，利润表其实它告诉你两件事，它不仅告诉你这个公司现在赚多少钱，而且它是你形成对这个企业未来盈利预期的基础。原因就是它把那些可持续的收益和不可持续的收益分开列式了，所以这就使得它多了一个功能，它可以帮助你去预测这个企业的未来的盈利状况。所以作为一个投资者，我想知道未来的盈利怎么样，我得到的一个最直接的信息，就是利润表的信息。

现在我们的资本市场的资本活动非常的活跃，有很多公司进行兼并收购的行为。现在假设你要去收购一家公司，在进行收购之前，我想你一定会看看这个公司的报表，你至少想了解一下，如果你买这个公司的话，你会买下一些什么东西来。如果为了这个目的，你会最关注哪一张报表呢，大家可能也会有不同的答案，比如有人说关注利润表，为什么呢。因为你收购也是为了赚钱的，但是我们说当一个企业被收购之后，很可能它的经营的业务都会发生彻底的改变，经营的模式会发生彻底的改变，如果真的是发生了这样的彻底的改变的话，它的利润就不会再延续原来的利润的发展趋势，所以这个时候虽然我关心这个收益，但是这个收益对这个未来收益的预期，就不一定能够从现在的利润表当中得到了。同样的道理，我也不能够从现在的现金流量表，当中去得到未来的现金收益的预期，那么相反我刚才说，我买一个公司，我第一关心的一件事，是我买下它之后，我会得到一些什么，这个信息我们能够从哪儿得到呢，很显然是资产负债表。我收购一家公司，确切地说，实际上我买公司，我买的是股东权益，因为我买公司的意思是我取代原来的股东成为这个公司新的股东，因此我买的实际上是股东权益。股东权益等于资产减去负债，这就意味着确实我既买下了这个公司所有的资产，也买下了这个公司所有的负债。大家可能听说过一个名词叫做零成本收购，零成本收购的意思是我没有花钱这个公司就是我的了，当然很显然你会发现，零成本收购的真正成本

其实不是零，零成本收购的真实含义是什么？实际上是我承担了这个公司所有的负债来获得这个公司所有的资产，所以如果你认为你买公司买的是资产，那就大错特错了。那我们相信，你买公司的时候，一定担心这个公司被高估了，你担心被高估的意思就是，你担心资产被高估，而负债被低估。那我们想想，我担心资产被高估，什么意思呢，就是我担心这个公司告诉我，它有这么多的资产但其实没有，我怎么办呢，我怎么来控制这个风险呢。我们很容易想到，我们可以找一个专业机构，他们帮我一个一个地资产全部都来评估一遍，看看这个公司告诉我的这些资产是不是真的值这么多钱。现在我担心负债被低估，我用了同样的方法，我也找了一个专业机构把这个公司列出来的每一项负债都评估了一遍，看看他们是不是就是这么多钱，你觉得我们能不能解决这个问题。你说好像可以，但如果我说出现了这种情况，比如说这个公司事实上，它欠了 50 个人的钱，但是它隐瞒了 20 个人，它告诉你它只欠了30个人的钱，你现在找了一个专业机构把他说的欠的这30个人的钱一个一个都检查了一遍，发现没有问题，这是不是就解决了问题，很显然没有解决。为什么？因为你还是不知道那个20 个人的存在，所以我们说资产和负债这两种风险，在兼并收购的过程当中，哪一种更难控制呢？很显然是负债，之所以它更难控制，就是因为我们面对资产，面对的是一个高估的风险，而面对负债，面对的是一个低估的风险，因为是低估的风险，所以它就更难控制。也就是说当这个公司一旦有一些，负债没在报表上出现的时候，我们就面临着很大的风险，当然负债为什么没在报表上出现，可能是因为各种各样的原因，比如说可能会有或有负债，什么叫或有负债呢，比如你收购的这家公司它给别人提供了担保，那个公司如果还不了债，这个公司替他还，我们说一旦那个公司无法正常还债，这个公司就面临着偿债的要求，但是这件事会不会一定发生呢？我们不确定，我们既不知道这个公司未来，那个被担保的公司未来是不是会正常还债还是会违约，所以我们无法确定这个负债一定存在，这就叫或有负债。但是除了或有负债之外，还有更多的情况是表外负债，所谓的表外负债就是这个负债它没有在报表上，但是它确实存在，为什么企业会存在表外负债，这个问题相对复杂一些，所以我们在后续的课程当中再逐渐去跟大家讨论。但是我们现在可以看到，当我去做一个兼并收购的时候，因为我面临的负债的风险是被低估的风险，而由于这些或有负债和表外负债的出现，就导致我负债的风险，要远比资产的风险更难控制。

当我们在做不同的决策的时候，我们最关注的会计信息，可能来自于不同的报表。

习题

7.Maxwell 家居中心在年初有$20,000 的应收账款，年末应收账款数为$54,000。企业全年的营业收入为$116,000。Maxwell 从客户那里得到的现金净流入是？ 82，000
年末应收款= 期初应收款+全年的营业收入—从客户那里收回的现金
所以，从客户那里收回的现金 = 20,000 + 116,000 — 54,000 = 82,000

8.Magic 玩具公司今年签订采购合同并收到货物$48,000。年初企业的应付账款为$10,000，年末数为$5,000。Magic 为采购支付的现金是？53，000
期末应付款= 期初应付款 + 收到货物的金额 — 采购支付的现金
所以，采购支付的现金= 10,000 + 48,000 — 5,000 = 53,000

计算题
甲公司 2010 年有关资料如下：
（1） 本期产品销售收入 80 万元，应收账款期初为 10 万元，期末为 34 万元，本期从客户预收货款 4 万元；
（2） 本期用银行存款支付原材料采购款 40 万元，并预付原材料货款 15 万元；
（3） 本期从银行提取现金 20 万元用于支付工人工资和奖金；
（4） 本期期初应交所得税为 1.6 万元，本期应交所得税增加 6.6 万元，期末应交所得税 0.6 万元。
假设除上述交易外，甲公司 2010 年没有其他影响经营活动现金流的交易，请计算甲公司 2010 年的经营活动现金净流量。答案请写出以万元为单位的数字，不写单位。
答案:
1 .期末应收款=起初应收款 +销售收入-收回现金
收回现金=10-34+80= 56
+ 从客户预售贷款 4 万，
小计现金流入 60 万；
2 .支付原材料 40 万，预付原材料贷款 15 万，
小计现金流出 55 万；
3 .现金 20 万支付工资奖金，
小计现金流出 20 万；
4 .期末应交所得税= 期初应交所得税 + 本期增加应交所得税 – 本期缴纳的所得税
本期缴纳的所得税= 1.6 +6.6 – 0.6=7.6
小计现金流出 7.6 万；
四项合计 60-55-20-7.6= -22.6 万

五、财务分析的基本方法

5.1 同型分析

同型分析：资产负债表的同型分析为资产负债表的每个项目除以总资产，利润表的同型分析为利润表的每个项目除以营业收入。

同型分析让我们了解这个报表的结构，而在利润表上这个报表的结构让我们知道，我们从收入到利润一步一步是如何得到的。那么在资产负债表上，这个结构既让我们理解这个企业的资产的构成是什么样的，从而从这个资产的构成当中我们可以去和它的行业特征，它的竞争环境相联系。而另一方面在资产负债表的右边这种结构，可以让我们一目了然的了解这个企业的资金的来源状况。（参考图 P4）

财务分析还有一些其他的方法，比如说比率分析、现金流分析。那么这些比率分析，它们是我们财务分析当中最重要的一个部分，比率分析就是我们认为原始的报表的数据可能不能够充分的描述这个企业的状况，所以我们还需要把财务数据之间做一些加减乘除，得到一些新的数据，那么这些新的数据我们就叫它比率。这是我们财务分析当中最常用的一种手段。除此之外我们还可以做现金流的分析，待会我就会给大家详细的介绍比率是如何计算的，现金流可以如何去进行解读。

无论是同型分析，比率分析还是现金流的分析，它们都是给我们一些数据，那么这些数据到底说明什么呢？有的时候我们可能不仅仅要看这个数据的本身，我们还想把这个数据做一个比较，因为很多时候这个数据大小，很难给我们一个直观的感觉，我们需要有一个比较才能得出一些结论。那么怎么去比呢？
1 趋势分析：同一公司各年度财务数据的对比分析。（和自己的过去去比）
2 比较分析：不同公司财务数据的对比分析。（拿我的企业跟别的企业比，比如说我的竞争对手，我的标杆企业，或者我这个行业的平均水平）

5.2 盈利能力分析

我们很容易可以看到在这个利润表上（P4），这个公司的毛利润是多少呢，我们说过是 4300 万减去 3100 万，所以是 1200 万。那么它的净利润是多少呢 是 520 万。但是当我们看到这个数字之后我们能不能判断这个公司的盈利状况怎么样呢？那大家说可能有点问题，为什么呢，比如说我看到这个公司今年盈利 500 万，那么这个 500 万到底算多还是算少呢，那我们可以想象的，其实这必须有一个背景我们才能够判断。比如说我说今年沃尔玛的盈利是 500 万，那大家一定会说这太可怕了 太少了，那么在我们学院的一楼，在那个楼梯底下有一个很小的卖咖啡的小店，如果这个小店我说它一年的盈利是 500 万，我相信你同样觉得非常可怕。那也就是说同样是一个 500 万的数字可能放到沃尔玛身上我们就会觉得太低了，而放到一个小小的咖啡店身上，我们就会觉得太高了。这说明仅仅看到这个利润的数字是不够的，我们需要把这个利润转换成是另外的一种表述方法，我们才能够更清楚的知道这个利润是高还是低。那怎么转化呢？我们把它变成一个比率，比如说我们变成毛利润率、净利润率。
毛利率=毛利/营业收入=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入
（净利润率）净利率=净利润/营业收入

刚才我们说过毛利润是收入减去成本，那这家公司的毛利润一共是 1200 万，收入是 4300 万，所以我们用 1200 万除以 4300 万就可以得到它的毛利润率 28%，同样的道理它今年的净利润 520 万，收入是 4300 万，我们用 520 万除以 4300 万，就可以得到它的净利润率 12%，那你会发现当我说这个 12%的时候，我们就可以把不同规模的公司进行比较了。沃尔玛和我们卖咖啡的小店，他们的规模可能完全不一样，但是他们的利润率是可以进行比较的，如果说一个企业的净利润率是 12%，那什么意思呢？这个含义就是我告诉你，只要我能够卖出 100 块钱的东西，我就可以获得 12 块钱的利润。如果我其他的信息不提供给你，我只是告诉你只要我卖出去 100 块钱的东西我就可以获得 12 块钱的利润，那么你对我的盈利状况是不是足够清楚了呢？那你会发现其实还不够 为什么不够呢，那我想这时候你一定会问一个问题，就是我到底能卖多少东西出去。如果我一共就只能卖 100 块钱的东西，我最后一共就挣了 12 块钱，可我能卖出 100 个亿的东西我可以挣 12 个亿，虽然我们俩的净利润率都是 12%，但是我们俩肯定是完全不同的两个企业。

虽然我们通过利润率，可以让沃尔玛和卖咖啡的小店进行比较，但是即便他们的净利润率是一样的，他们对我们经济的影响仍然是不同的。所以很显然，当我告诉你我的净利润率是 12%以后，你肯定还想问我到底一共能卖多少东西出去，也就是我的收入是多少。那我现在不直接回答这个问题，我说其实我要想获得更多的收入，其实很简单，我要投更多的钱，我投的钱越多，我获得的收入可能也就越多，所以我不告诉你我现在获得了多少收入，而是告诉你我现在投入了多少资源，从而获得了多少收入。那么大家想一想，一个企业投入进去的资源的总量是什么呢，在我们的哪一个报表上有这个数字呢，那很显然这个数字是总资产，所以我就告诉你我现在投入多少的总资产，因而获得了多少的收入。那我们把这两个比率都写在这儿，我们会发现一件有趣的事情，当我们把这两个比率乘在一起之后发生了什么呢。我们发现两个收入被约掉了，最后我们得到了一个新的比率叫做净利润除以总资产，总资产是我们投入这个企业的资源的总量，净利润是我们获得的收益，也就是说我投入这么多资源以后我最后可以赚多少钱，这是一个投资回报的概念。它既然是总资产这个投资所获得的回报，所以我们就管它叫总资产报酬率。

（习题：当净利润一定时，总资产报酬率的高低取决于？资产周转速度的快慢。
营业收入的多少——当净利润一定时，无论收入增加或减小，不能改变总资产报酬率
营业利润的高低 ——净利润已经是营业利润调整后的结果，所以营业利润不能直接决定总资产报酬率
投资收益的大小——投资收益是对外投资所取得的利润、股利和债券利息等收入减去投资损失后的净收益。和总资产报酬率没有直接关系。
资产周转速度的快慢——直接影响总资产报酬率
解答：总资产报酬率 = 净利润率 X 总资产周转率=（净利润/ 收入）X（收入/ 总资产）
其中，营业利润=主营业务利润+其他业务利润-销售费用-管理费用-财务费用
利润总额=营业利润+投资收益+补贴收入+营业外收支
净利润=利润总额-本期计入损益的所得税费用）

那刚才我们说到的净利润率，这是一个什么样的经济含义呢。我们说过利润表就像一个漏斗一样，进来的是收入，出去的是利润，那么净利润率告诉我们这个漏斗到底是比较斜的、还是比较直的。那我们说过如果这个漏斗越直，就说明它中间的损耗就越少，它的收入可以更多的转化为它的盈利，那么这时候这个企业的效益就好。所以我们说利润率反映的是一个效益的概念。

收入除以总资产，这是什么含义呢。大家能不能想出来收入和总资产他们之间有什么关系？所有的企业无论它在什么行业，具体从事什么样不同的业务，在什么样的发展阶段，它其实都可以抽象为这样一个过程：一个从现金开始转一圈又回到现金的过程。在这个过程当中这个企业最初投入的这个总资产其实就是一笔钱，但是这笔钱随着这个企业经常的经营转化成了各种各样的资产形式，那么它为什么要转化成这些资产的形式呢。是因为最终它希望让这个企业最后赚到钱，所以我们说企业总在周而复始的重复着一个从现金开始转了一圈，又回到现金的这样一个循环。我们可以看到在每一个循环当中，我每转一圈，这个企业就会卖出去一批产品，获得一笔收入，每转一圈就获得一笔收入。那这一年下来它一共获得了这么多的收入，它一共投入了这么多的资产，那这在说什么呢？说它的资产到底一共在这一年来转了多少圈，因此我们管这个比率叫周转率。谁的周转率呢？它是总资产转了多少圈，所以叫总资产的周转率，那么这个总资产的周转率是一个什么样的经济概念呢？它是说这个资产转了多少圈，那很显然在同样的时间里它转圈的次数越多，就说明它这个资产转的就越快，因此它是一个效率的概念。所以现在我们可以看到，一个企业的投资回报决定于两个方面的因素，一个方面是它的效益（毛利润率）有多好，另一个方面是它的效率（周转率）有多高。所以如果我们只是看到了毛利率、净利率这些效益的因素是不够的，我们必须还去看周转率这些效率的因素，这样我们才能得到对这个企业总体的投资回报的了解。那么这个就是我们效益、效率和投资回报之间的关系。

5.3 营运能力分析

营运能力：周转率的指标

除总资产的周转率之外，总资产是由很多资产构成的，所以事实上我们其实可以计算每一种资产的周转率。（本课程中均采用期末资产数额计算周转率）
某项收入的周转入=收入/某项资产，如：
总资产的周转率=收入/总资产
应收账款的周转率=收入/应收账款
流动资产的周转率=收入/流动资产
固定资产的周转率=收入/固定资产
例外：存货的周转率=成本/存货
（当这个企业把产品生产出来之后，它就变成了存货，那么这个存货只要被卖掉它就变成了营业成本，所以我们说存货跟营业成本他们之间的关系非常的密切，也正是由于这个原因，所以通常大家更加约定俗成的计算存货周转率的方法不是用收入去除以存货，而是用成本去除以存货）

周转率的计算，无论是用收入作为分子还是用成本作为分子，他们都是一个利润表的数字，而他们的分母是各种资产项目都是资产负债表的项目。而我们曾经说过资产负债表它是一个时点数据，利润表是一个时段数据，那么这时候我们去把这两个东西去除，它就会存在一定的问题。实际上当我们去除那个资产的时候，我们是假设这个资产数额在这一年当中的平均水平，那么这个假设到底对不对呢，其实我们也不知道，但是一般来说，更常用的一个方法是我们用期初的资产加上期末的资产除以二，我们认为这就是这个资产在这一年当中的平均水平，所以一般来讲更为精确的周转率的计算方法是收入或者成本除以这个资产在这一年当中的平均水平。

更为精确的周转率的计算方法：
某项资产的周转率=收入（或成本）/ 某项资产在一年中的平均水平
平均水平=（期初的数额+期末的数额）÷2

应收账款周转率=营业收入/[（期初应收账款+期末应收账款）÷2]
应收账款周转天数=365/应收账款周转率
存货周转率=营业成本/[（期初存货+期末存货）÷2]
存货周转天数=365/存货周转率
流动资产周转率=营业收入/[（期初流动资产+期末流动资产）÷2]
流动资产周转天数=365/流动资产周转率
固定资产周转率=营业收入/[（期初固定资产+期末固定资产）÷2]
固定资产周转天数=365/固定资产周转率
总资产周转率=营业收入/[（期初总资产+期末总资产）÷2]
总资产周转天数=365/总资产周转率

比如说我们刚才说效益乘以效率等于投资回报，那么这个关系在每一个时间点上都成立，但是当我们用平均水平的时候它就不一定成立了，所以为了更好的去解释这个关系这个经济含义，所以在我们课程当中我们去计算这个报表的比率的时候我们就简化了，我们都用期末的资产的数额来进行计算，但是大家会看到经常有一些书上会告诉你，确切的应该是用资产的平均水平。

周转率的单位是一年周转了多少次。

这个企业它资产的周转率是多少？（参考图 P4）那我们可以看到它的应收账款的周转率就应该是用它的营业收入除以应收账款，营业收入 4300 万，应收账款 1300 万所以我们就可以得到应收账款的周转率是 3.3 次一年，那么既然一年周转了 3.3 次，这就意味着它周转一次的时间是不到四个月的，更加准确的说，如果一年是 365 天，那么他周转了 3.3 次，那么这就意味这它周转一次的准确的时间大概是 109 天，那么换句话说这个企业的应收账款平均大概是在 109 天的时间可以回收一次，那么它的存货的周转率是什么样的呢？我们刚才说存货的周转率通常我们用成本去除以存货，那么这个企业的营业成本在这一年是 3100 万，存货是 500 万，所以我们用 3100 万除以 500 万，就得到它的存货的周转率是 6.2，这个 6.2 是说它一年这个存货要周转 6.2 次，那么这就意味着他周转一次的时间是不到两个月的，更加准确的来说我们用 365 天除以 6.2 就得到大概是 58 天，那我们可以看到这个企业的存货周转一次的周期大概是 58 天。那么这个 58 天是个什么概念呢？是从什么时候开始到什么时间截至的时间呢，我们知道在存货当中既包括原材料、在产品、产成品，所以我们说的这个周转一次的周期是从采购进来原材料到卖出去产成品，这个周期一共大概是 58 天，而我们知道一个企业通常是先把这个存货卖出去，然后有一部分可能收回来了钱，但另一部分就变成了应收款，然后这个应收账款再回收才能变成现金,那如果这个企业平均存货周转一次的周期是 58 天，然后应收账款周转一次的周期平均是 109 天，那我们就大概可以知道从他采购进来原材料到最后回收回来货款平均的周期是 58 加上 109，也就是 167 天，那么这是我们的应收账款和存货的周转率。

比如说固定资产的周转率，我们刚才说过固定资产的周转率就是用收入去除以固定资产。这个企业这一年的营业收入是 4300 万，固定资产 5700 万，所以我们可以得到它的固定资产的

周转率是 0.8，也就是说一年是周转不了一次的，这样的数字在固定资产上应该说是比较正常的一个情况，同样我们也可以计算出所有流动资产的周转率，收入是 4300 万，所有的流动资产 3670 万，所以我们用收入除以流动资产 4300 除以 3670，我们就得到了流动资产的总体的周转率是 1.2 次。那么当然我们说所有的流动资产的周转率本身它是各项流动资产周转率的加权平均，那按什么加权呢？按他们在总资产中所占比重来加权，当然最后可以得到这个企业的总资产周转率，他的总资产的周转率同样是用收入除以总资产，收入 4300 万，总资产 9520 万，所以我们可以用 4300 万除以 9520 万得到一个大概不到 0.5 的周转率。那么这就是关于营运能力所有周转率计算的方法。

我们刚才说过周转率表示的是效率，这个效率跟刚才我们讨论过的效益结合起来，就是投资回报。那我们刚才也看到了一个投资回报的概念是总资产报酬率，也就是说我投入这个总资产之后可以得到多少回报，我们刚才说过总资产的报酬率是总资产投入之后的投资回报，而总资产这个资金从哪儿来呢？我们这个资产负债表告诉我们总资产它等于负债加上股东权益，也就是说总资产这个资金是来自于两个方面的，一部分是债权人，一部分是股东。那么对于股东来说它当然更关心的是它自己这部分的投资，它的投资回报是多少，那么于是我们就产生了另一个投资回报的概念，叫净资产报酬率。净资产报酬率就是净利润除以股东权益，也就是说股东的投资是多少呢，是股东权益，股东获得的回报是净利润，所以净利润除以股东权益，这就是股东投资到这个企业的投资回报。那它为什么不叫股东权益报酬率而是叫净资产报酬率呢？这其实也是一个约定俗成的问题，通常我们也把股东权益叫做净资产，原因就是因为股东权益等于总资产减去负债，也就是说它是这个企业净剩下来归股东所有的那部分资产，所以它还有一个常用的名字叫净资产。

那我们现在就来看一看这个企业的投资回报的两个指标，计算出来是什么样的结果。首先我们来看总资产报酬率，总资产报酬率是净利润除以总资产，这个企业这一年的净利润是 520 万，总资产 9520 万，所以我们用 520 万除以 9520 万，我们就可以得到它的总资产的报酬率大概是 5%，同样我们也可以计算它的净资产的报酬率，这个公司今年的净利润 520 万，股东权益是 3620 万，所以我们用 520 万除以 3620 万就可以得到它的净资产的报酬率，大概是 16%，那么到此为止我们就对于如何去衡量一个企业的盈利能力、营运能力以及盈利能力和营运能力之间是一个什么样的关系，他们如何共同决定着这个企业的投资回报，有了一个大致的了解。

投资回报（本课程中都采用期末总资产或期末股东权益计算）
总资产报酬率=净利润/[（期初总资产+期末总资产）÷2]
（另一种计算总资产报酬率的方法是息税前收益/[（期初总资产+期末总资产）÷2]）
净资产报酬率=净利润/[（期初股东权益+期末股东权益）÷2]

习题：5.3 某企业 2008 年营业收入为 36000 万元，流动资产平均余额为 4000 万元，固定资产平均余额为 8000 万元。假定没有其他资产，则该企业 2008 年的总资产周转率为多少次?（注：平均余额即年初数额与年末数额的平均值）
解答：总资产周转率= 营业收入/ 总资产
= 营业收入/ （流动资产 + 固定资产）
= 36000 万/ (8000 万+ 4000 万) = 3.0

5.4 短期偿债能力（The solvency of short-term liabilities）分析

除了盈利能力，一个企业要想正常的持续经营下去，它必须还具有一个偿债能力。

我们所有的负债是分成两个部分，一个是流动负债（在一年之内就要偿还的负债），一个是非流动负债（长于一年才要偿还的负债），所以我们在衡量偿债能力的时候，我们也是把它划分成流动的，也就是短期的偿债能力（short-term solvency）和长期的偿债能力（long-term solvency）。

短期偿债能力衡量的是那些流动负债能力。

当我要给供应商付款的时候，我最正常的资金来源实际上就是把我自己的流动资产去变现。

那么现在我们就做一个最最乐观的假设，假设所有的流动资产都可以在转眼之间全部都变成现金（一般这个假设是不成立的），那我就有流动资产这么多的现金，那我看看我拿这样的一些现金够不够还我的流动负债呢？流动比率=流动资产/流动负债，显然这个比率越高就说明我偿还流动负债的能力就越强。

在流动资产当中，资产变现的速度是最慢的是存货，因为存货首先要卖出去变成应收款，然后应收款再收回来才能变成现金，所以我们就把这个存货就认为我们做一个最保守的估计。假设它一点都不能变成现金，那我们就在流动资产当中把存货全部都给扣掉，我们认为我们只能变出这么多的现金来，然后我们用这个数去除以流动负债，这就是对于短期偿债能力一个比较保守的估计。速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

（参考 P4）那我们可以看到流动比率是流动资产除以流动负债，那这个企业的流动资产的总计是 3670 万，而流动负债一共是 5900 万，所以 3670 除以 5900 我们就得到了流动比率是 0.6，那么速动比率，需要在流动资产当中扣除存货的部分，那这个企业的存货是 500 万，所以 3670 减去 500 就得到一个 3170，用这个 3170 去除以 5900 的流动负债，就得到它的速动比率是 0.5。

流动比率等于多少是比较合适的呢？

Q1 当我急着要把我的货卖掉变现的时候，也可能我就得打折，而我的应收帐款里面很可能有一些是收不回来钱的，所以如果我的流动比率正好等于一其实我是很困难的。
Q2 即便是我所有的流动资产真的都转眼之间变成了现金，然后我拿着这些钱把我的流动负债都还了，这仍然不行。

因为此时你手头没有现金、没有存货、没有原材料，你没有办法进行正常的生产经营活动了。所以我们说我们的流动资产其实扮演了两个角色（1 偿还流动负债 2 日常营运资金），一个角色是为了偿还我们的流动负债来做准备，而另一个角色是它为我们提供了日常经营的营运资金，所以当这个企业的流动比率等于一的时候，那很显然不仅它的偿债具有风险，而且它的营运资金是不足的，所以流动比率等于一看来是不行的。

我们会发现大多数中国企业的流动比率大概是在一到二之间这样的一个水平，也就是说他其实比美国那些破产了公司的流动比率还要低，为什么那些公司他们在美国他们就破产了？

在中国，银行是不太倾向于给企业长期贷款的。实际上我们很多的短期贷款，其实是长期贷款的一种表现，也就是说对于企业来说，它去偿还他的流动负债当中的其中一个最重要的项目这个项目是短期借款，企业在偿还短期借款的时候，在现实中他的资金来源其实并不是他的流动资产，而是新的短期借款，也就是说他是借新债还旧债的。那么在借新债还旧债这样的模式之下，我们就可以知道如果这个企业不出现严重的问题，比如说突然政府宣布这个行业出现了什么问题或者突然发生了一些致命性的冲击使得整个这个行业都出现了一些剧烈的下滑，除非有这样的突变，否则的话如果说短期借款实际上是长期借款的一种替代的方式，那么也就是说这些目前拥有短期借款的企业通常可以在下一年继续获得短期借款，那也就是说短期借款本身实际上是一个自我循环，那因此需要通过流动资产的变现去偿还的流动负债其实不包括短期借款，是除了短期借款之外的其他流动负债。从这个角度来说，虽然当你把短期借款包括在流动负债当中去计算出来的那个流动比率可能很低，但是当你把短期借款刨掉之后，这个流动比例的数额可能并不低，比如说我们可以这样来算一算，就我们刚才这一家企业来说，如果我们把短期借款从流动负债当中扣除，我们来看一看这个企业的流动比率将是多少，我们刚才知道他的流动资产一共是 3670 万，他的流动负债当中有 5100 万都是短期借款，在扣除这个短期借款之后，他的流动负债实际上只有 800 万的应付账款，那么我如果用 3670 万除以 800 万，那我们得到的这个比率将是 4.6，那也就是说，其实如果考虑到中国企业他们贷款特殊模式的话，其实中国企业的流动比率并不像他们表现的那么低。

Current ratio 流动比率=流动资产/流动负债
Acid-test ratio 速动比率=（流动资产-存货）/流动负债
利息收入倍数=息税前收益/利息费用=（净利润+所得税+利息费用）/利息费用
（通常用财务费用代替利息费用）
资产负债率=总负债/总资产

习题：5.4 某企业某年末流动比率为 2 ，速动比率为 1，预付账款和其他流动资产为 0，流动负债为 50 万元，年初存货余额 40 万元，主营业务成本为 135 万元，则以年初和年末存货平均值计算的存货周转率为? 3
解答：存货周转率= 主营业务成本/平均存货余额
= 2 X 主营业务成本/ (期初存货余额+期末存货余额)
题目给了主营业务成本和年初存货余额，需要找出年末存货余额。
流动比率（Current Ratio）是指企业流动资产与流动负债的比率
流动资产= 流动比率 X 流动负债 = 2 X 50 万 = 100 万
速动比率（Quick Ratio / acid-test ratio）是指速动资产对流动负债的比率
速动资产= 速动比率 X 流动负债 = 1 X 50 万 = 50 万
流动资产 = 速动资产 + 存货 + 预付账款 + 其他流动资产
年底存货＝ １００万 － ５０万 ＝ ５０万
所以，存货周转率 ＝ １３５／（４０＋５０）＝3

5.5 长期偿债能力（The solvency of long-term liabilities）分析

长期负债有两个问题：1 是要能够还得了利息　2 是要能够偿还本金

如何衡量偿还利息的能力？

偿还利息之后赚的钱是净利润，那偿还利息之前赚多少钱呢？把净利润的基础上加上利息，这就是我还利息之前赚的钱了。
但是我还需要提醒大家关注一个问题，回忆我们的利润表（参考漏斗型）我们就记得，我们在扣除财务费用之后，我们才扣除所得税，也就是说财务费用，是在所得税之前扣除的一项费用，那么如果这个企业的利息支出很多，在扣除完财务费用之后他一分钱都不赚了，那很显然他就不需要交税了，所以我们说在偿还利息之前这个公司的盈利应该同样也是在支付所得税之前的，那我们就管这个东西叫息税前收益（earning before interest and tax（EBIT)），也就是说在支付利息和所得税之前的收益。那么这个息税前收益是什么呢？那我们可以看到既然我们支付利息和所得税之后的利润是净利润，那我们在净利润的基础上把支付的所得税加回来，把我们支付的利息也加回来，那么这就叫息税前收益（=净利润+所得税+利息），我们用这个息税前收益去除以利息的支出，这就叫利息收入倍数（=息税前收益/利息费用），也就是说我赚的钱够我还几次利息的，那很显然这个倍数越高，我偿还利息的能力就越强。

以刚才这家企业来算，这个企业的利息收入倍数将是多少呢？他的净利润是 520 万，所得税 100 万，财务费用 130 万，通常如果我们不能够准确知道利息支出，我们就可以用财务费用来代替，那我们把这三项加在一起，520 万+100 万+130 万，这就是息税前收益。然后我们用这个息税前收益去除以利息支出，我们同样用财务费用代替 130 万，我们就可以得到这个企业的利息收入倍数是 5.8 倍。也就是说他这个企业赚到的钱够他还 5.8 次利息的，那很显然他偿还利息的能力是绰绰有余的。

如何衡量偿还本金的能力？

长期负债的本金的偿还是一个长期的积累，我们不太有一个专门的资金留在那儿专门用来偿还长期负债，这就使得衡量长期负债的偿债能力通常不会特别的精确。

现实中会有一些不同的方法，但是这些方法都不是很精确。我在这里只给大家介绍一个最常用的但其实也是最粗糙的一个方法，是资产负债率（liability/asset ratio=financial leverage 财务杠杆），就是总负债除以总资产。为什么我说它粗糙呢，可以看到它都不是长期负债，它是所有的负债，那为什么我们说它可以衡量偿债能力呢？它的含义非常简单，就是我借的钱越多我就越有可能还不了，也非常的直观，那么这个资产负债率在现实中非常的常用。
它还有另一个名字叫做财务杠杆，为什么我们管这个叫财务杠杆呢？杠杆是个什么东西呢？那我们知道杠杆它是一种起到放大作用的一个装置，那么杠杆放大的是什么呢，我们通常说的杠杆当然是放大我们的力，财务杠杆放大什么呢，那当然就是放大企业的资金。那这个杠杆是掌握在谁的手里呢，那我们知道企业是谁的呢，企业最终是股东的，所以这个杠杆掌握在股东的手里。那什么东西是这个杠杆呢？也就是说股东用什么东西来放大他的资金呢，那这个杠杆就是负债，股东用负债来放大他手中的资金，什么意思呢，比如说股东有 100 万，

如果他一分钱债都不借，很显然他只能用这100万去挣钱，如果他再借一百万，他就可以用二百万去挣钱，那么大家可以想象从股东的角度来说他希望这个杠杆怎么样呢？肯定是越高越好，那当然最好的就是自己一分钱都不出，全是债权人的，但是很显然债权人是不会答应这样的，所以我们会发现财务杠杆最终肯定是双方博弈的一个结果，那这个结果应该是既不会太高，也不会太低，应该在中间的某一个位置，那么这个中间的位置大概是一个什么位置呢？
如果我们用中国的上市公司的数据来看一看的话，如果我们不考虑行业的因素，只是用所有的上市公司去做简单的平均值，那么这个平均水平大概是在什么水平呢？大概是在百分之四十多，不到百分之四十五这样一个水平。那换句话说，也就是说在大多数的行业，财务杠杆的水平大概在45%可能算是一个比较正常的状态。但是有一些特殊的行业可能财务杠杆会比较高或者比较低，比如什么样的行业财务杠杆会比较高呢，那比如说重资产的行业，为什么重资产的行业通常财务杠杆比较高呢，一方面这些企业需要大量的资金，而另一方面这些企业他们有大量的资产可以用来抵押，所以他们也更有借债的能力。那比如说航空公司就是一个非常典型的例子，航空公司80%以上负债率的公司其实是比比皆是的。那什么样的公司它的资产负债率比较低呢，通常来讲是那些自己资金特别充裕，他不太需要很多贷款的这样的企业，比如说有一些流通性的企业，他的现金非常充裕，还有一些轻资产的新兴行业，他们通常也不会有太多的负债。

那如果我们来计算一下刚才我们这家公司的资产负债率（P4），我们可以很清楚的看到这个公司的总资产是9520万，总负债其实全部都是流动负债是5900万，所以我们用5900万除以9520万，那我们就得到了资产负债率62%，那么当然有同学可能会说其实这个公司根本没有长期负债，所以我们这样去衡量的长期负债的偿债能力是不是真的是一种长期负债的偿债能力呢？那这个问题应该说问得很好，那确实，我们刚才也看到了其实无论是利息收入倍数还是资产负债率其实都不局限于长期负债的利息和长期负债的负债率，所以确实你也可以把它理解成就是整体而言这个企业的一种偿债能力。

除了我们在这里已经讨论过的同型分析和比率分析之外还有一个方法就叫做现金流的分析，但是因为现金流的分析它所讨论的问题可能和我们接下来要讨论的一个系列，会有一定的差异，所以呢我们把现金流的分析留到最后再来讨论。

习题：5.5.1　M公司2008年利润总额为4500万元，利息费用为1500万元，该公司2008年的利息收入倍数是?
解答：利息收入倍数（Times interest earned/Interest Protection Multiples）也称利息保障倍数，是指企业息税前利润与利息费用之比。
利息收入倍数＝（利润总额+利息费用）／利息费用
＝（４５００＋１５００）／１５００＝４

5.5.2 ABC公司2008年的资产总额为500 000万元，流动负债为100 000万元，非流动负债为15 000万元。该公司的资产负债率是?
资产负债率= (流动负债+ 非流动负债)/资产总额
= (100 000 + 15 000)/ 500 000=23%

本章节习题：

计算题

下表分别为某上市公司某年的资产负债表和利润表，请根据表中的数据，计算如下财务比率并完成填空，注意每个比率后面的单位。

在计算周转率指标和投资回报指标时采用年末的资产负债表项目数额。

除特别说明外，所有计算结果精确到所标注单位下的个位数，如 5.3%为 5，而 5.6%为 6。

资产负债表

（单位：万元）

流动资产		流动负债	
货币资金	159414	短期借款	329888
应收帐款	141143	应付帐款	134814
预付货款	41998	应付工资	2400
其他应收款	17576	预收帐款	22557
待摊费用	623	其他应付款	27132
存货	161194	应交税金	9846
流动资产合计	521949	其他流动负债	31723
		流动负债合计	558360
非流动资产		非流动负债	
长期投资	85	长期借款	164841
固定资产		应付债券	200963
固定资产净值	608847	其他长期负债	608
在建工程	440446	非流动负债合计	366411
固定资产合计	1049293	负债合计	924771
无形资产及其他资产	13702	股东权益	
非流动资产合计	1063080	股本	89773
		资本公积	375043
		盈余公积	52033
		未分配利润	143409
		股东权益合计	660258
资产总计	1585029	负债与股东权益合计	1585029

利润表

（单位：万元）

营业收入	706461
减：营业成本	538961
营业税金及附加	2173
营业费用	39604
管理费用	33626
财务费用	19574
加：投资收益	3027
营业利润	75550
补贴收入	10091
营业外收入	599
减：营业外支出	1496
利润总额	84744
减：所得税	34372
净利润	50372

1.毛利率 = （ ）%

毛利率（Gross margin）是毛利与销售收入（或营业收入）的百分比，其中毛利是营业收入和与收入相对应的营业成本之间的差额。

毛利率= （营业收入- 营业成本）/ 营业收入= （706461 - 538961）/ 706461 = 24%

2.净利润率 =（ ）%

净利润率（Net profit margin）又称销售净利率，是反映公司盈利能力的一项重要指标，是扣除所有成本、费用和企业所得税后的利润率。

净利润率= 净利润 / 营业收入= 50372/ 706461= 7%

3.营业费用占营业收入的比重 = （ ）%

=营业费用/ 营业收入= 39604/ 706461=6%

4.管理费用占营业收入的比重 = （ ）%

=管理费用/ 营业收入= 33626/ 706461=5%

5.财务费用占营业收入的比重 = （ ）%

=财务费用/ 营业收入= 19574/ 706461=3%

6.固定资产占总资产的比重 = （ ）%

=固定资产/ 总资产=1049293/1585029=66%

7.存货占总资产的比重 = （ ）%

=存货/总资产=161194/ 1585029=10%

8.应收账款占总资产的比重 （ ）%

=应收账款/ 总资产=141143/1585029=9%

9.总资产周转率 =（ ）次/年 （本题精确到小数点后 1 位）

=营业收入/ 总资产=706461/ 1585029=0.4

10.应收账款周转率 =（ ）次/年

= 营业收入/ 应收账款= 706461/ 141143=5 次

11.应收账款周转天数 = （ ）天 （本题以经过四舍五入的周转率为基础计算，全年天数按照 365 天计算）

= 365/ 应收账款周转率 = 73 天

12.存货周转率 =（ ）次/年

= 主营业务成本/平均存货余额= 538961/ 161194 = 3 次

13.存货周转天数 = （ ）天 （本题以经过四舍五入的周转率为基础计算，全年天数按照 365 天计算）

= 365 天/ 存货周转率=365/3=122 天

14. 固定资产周转率=（ ）次/年 （本题精确到小数点后 1 位）

= 营业收入/固定资产=706461/1049293=0.7

15. 流动比率 = （ ）

= 流动资产/ 流动负债= 521949 / 558360=1

16. 速动比率 =（ ）（本题精确到小数点后 1 位）

=速动资产/ 流动负债=（现金+ 应收账款）/流动负债= 159414+141143 / 558360=0.5

速动资产包括货币资金、应收账款、应收票据等，不包括流动资产中的存货、预付账款及 1 年内到期的非流动资产及其他流动资产。

17. 利息收入倍数 = （ ）

=（息税前利润+利息费用）/利息费用

= (利润总额+ 财务费用)/ 财务费用

= (84744+ 19574) / 19574= 5 倍

18. 资产负债率 =（ ）%

= 总负债/ 总资产= 924771/1585029= 58%

19. 总资产报酬率 = （ ）%

= 净利润/ 总资产= 50372/ 1585029= 3%

20. 净资产报酬率 = （ ）%

= 净利润/ 股东权益= 50372/ 660258= 8%

六、业务、战略与财务数据

6.1 影响财务数据的因素

企业的财务数据，为什么在各个国家各个行业会有不同，这是因为我们所处的环境会影响每一个企业的经营决策，而这些决策又进一步地影响到它的最后的表现。

财务数据是用来描述企业的经济活动的，而不同类型的经济活动，经营、投资、融资它们会分门别类地反映在我们不同的报表当中，所以我们的报表和企业的经济活动有着密切相关的关系。为什么企业会有这样的经济活动呢，这是企业的决策行为的体现。

影响财务数据的因素：1 外部环境 2 战略定位 3 战略执行

我们讨论行业的因素会如何影响这个行业当中企业的财务数据。有哪些因素可能是对一个企业的经营状况是非常重要的呢？我们可以借用一个非常著名的分析工具——五力图（五力分析模型 Five Forces Model）

五力分析模型是迈克尔•波特(Michael Porter)于 80 年代初提出，对企业战略制定产生全球性的深远影响。用于竞争战略的分析，可以有效的分析客户的竞争环境。五力分别是：供应商的议价能力、购买者的议价能力、潜在竞争者进入的能力、替代品的替代能力、行业内竞争者现在的竞争能力。五种力量的不同组合变化最终影响行业利润潜力变化。

竞争的激化对企业来说最直接的冲击是哪一个财务数据？毛利。
随着激烈的竞争，价格下降之后，我的成本是不是一定能够同比例的下降呢？我们会发现不一定，因为我们的成本当中有很多是刚性的，并不会随着我的价格的下降而同比例的下降，即便我们做了更多的努力去降低成本，但是成本不会无限制地下降，也就是说到了一定阶段之后你就会发现你的成本基本上稳定不动了，但是价格会随着竞争的加剧而下降。这个时候我们表现出来是哪个财务数据就会下滑呢？很显然这个东西叫毛利（=收入-成本）。也就是说当我的收入随着价格的下降而减少的时候，那么我的成本基本上稳定不动，很显然我的毛利空间就会变小，换句话说我的毛利率会下降。所以我们说，对于外界的竞争环境最敏感的因素就是毛利率。
1 竞争环境：现有企业，新进入企业，替代品（五力图）
直接受影响的财务数据：毛利率，应收账款周转率
2 议价能力（谈判能力）：供应商议价能力，客户议价能力
直接受影响的财务数据：应付账款余额，成本

所谓供货方，就是我跟别人那儿买东西，购买方就是买我东西的人。是这个企业的上下游，供货方是我的上游，购买方是我的下游。换句话讲，它是讲这个企业所处的产业链的环境是什么样的。

如果我的这个行业本身竞争很激烈，有很多人都要卖这个东西，那很显然，我为了要卖这个东西，我就得让我的客户得到某种好处，比如说我可能就会说除了我的价格比别人便宜之外，也可能我可以让你更长时间地占用我的资金，你这个钱可以不用马上付，你可以过几个月再付，因此我们就产生了更多的应收款。当然如果我不愿意让别人更多的占用我的资金，我可能就得忍受我的存货需要更长的时间，才能卖出去。所以我们说，我跟客户也就是购买方之间，我们的力量对比是由什么来决定的呢？当然由我这个产品竞争有多激烈是相关的，当我这个产品竞争越激烈的时候，那么我的客户他们就有更强的讨价还价的能力，他们这种讨价还价的能力除了给他们带来更低的价格之外，会让他们更多的占用我的资金，所以我的应收账款会变得更多。当然另一个方面，我跟我的客户之间的讨价还价的能力可能还决定于我有多少客户。如果我只有一个客户和我有一万个客户这个状况肯定是不一样的，当我有一万个客户的时候，我有更多的选择，这个人不买我的，我可以卖给别人。但是当我只有一个客户的时候，我严重地依赖他，他就有了更强的谈判能力。所以我们说，客户的谈判能力除了决定于我这本身这个产品市场的竞争状况之外，可能也跟客户本身他们的市场集中度是有关系的。
最后看看我的上游——供货方。我跟供货方之间我们的力量对比会由什么来决定呢。跟刚才卖东西是非常相似的，也就是说如果我的原材料市场它是一个供不应求的市场，买东西买不到、很难，那这时候供货方就很厉害，比如说他就会抬价，他抬价之后，我的成本就进一步上升，从而我的毛利率就进一步下降，但是他除了抬价之外他还可以有其他的举措，比如说他不允许我欠他的钱，他必须要求我拿着现款来买东西，甚至于他要求我预付了款，过一阵再给我发货。这样一来的话，我就得容忍供货方去占用我的资金。当然我们可以想象，供货方的谈判能力除了决定于我的原材料市场的供求关系之外，肯定还决定于我的供货方到底有多少。同样的道理，我如果只有一个供货方我就特别的害怕失去这个供货方，他就更厉害；相反如果我有一万个供货方，这个人不卖给我，我可以从别人那儿买，这个时候，相对来说我的谈判能力就强一些，所以我们说我跟供货方之间的这种谈判能力，一方面取决于我的原材料市场的供求关系，另一方面也取决于我的原材料市场本身这个供货方的市场集中度，他们的市场集中度越高供货方的谈判能力也就越强。

任何一个企业它都处在一个行业当中，这个行业当中的竞争状况以及这个行业的上下游的产业链、环境，都会影响到一个企业的财务数据。

6.2 造纸行业与家电行业简介

造纸行业
特点：资金密集的行业
主要投入：设备

如果我建一个纸厂的话，这个投资大概每一万吨的产能需要一个亿的人民币投资。一般的纸厂它们的规模可能大概几十万吨的产能，这是一个一般规模的纸厂，也就是说随随便便建一个纸厂可能都需要几十个亿的投资。那么大规模的纸厂，他们的产能可能是上千万吨的，所以这个行业是一个需要大量资金的行业。

因为原材料价格高（多数进口）和强势的供应商，应该说这是造纸行业的一个基本的格局，在相当长的时间里这个行业内部的竞争并不激烈，但是它相对于上游（供货方）来说是比较缺乏谈判能力的。

家电行业

这个行业在中国是几乎最早一个进入到白热化竞争的一个行业，因为长期的竞争的加剧就使得这个行业内部它的利润空间是比较薄的，它相对于购买方之间他们的谈判能力是比较弱的。在中国还有一个特点，就是家电行业有一个非常专业化的渠道，而且这个专业化的渠道几乎被两三家公司垄断，那也就是说它的渠道、它的购买方是一个非常集中的行业，这就使得购买方的谈判能力可能进一步的加强，所以我们说家电行业跟刚才的造纸行业非常不一样，这个行业在相当长的时间里都处于非常激烈的竞争状态，而且它对下游（购买方）来说它是非常缺乏谈判能力的。

6.3 财务数据与行业特征——造纸行业与家电行业的对比

现在我们在造纸行业选择了一家规模比较大的公司，在家电行业我们选择了一家规模也不小的制造彩电的公司。

本周涉及的表格和数据

项目	造纸企业	彩电企业
毛利率	28%	15%
应收账款	14%	23%
存货	7%	39%
应付账款	8%	15%
固定资产	62%	14%
总资产周转率	0.51	0.69

我们现在比较的这两家公司的状况，是在 2008 年造纸行业达到激烈竞争阶段之前的年份，是十年前 2002 年，我们可以看到在那个时候造纸行业的这家公司它的毛利率是 28%，彩电的这个制造企业的毛利率是 15%，相差非常之大几乎是差了一倍。因为这两个行业在那个时候竞争状态是很不一样的，在 2002 年的时候，造纸行业还处在一个竞争不激烈、高速增长的一个阶段，而家电行业在那个时候早就已经进入到了白热化的竞争，正是因为这种不同的竞争环境使得这两个行业当中的个体的企业它们的毛利率有着非常显著的差异。

那么接下来我们要看的四个财务数据，它们都是资产负债表上的项目，包括应收账款、存货、应付账款和固定资产，它们都是以百分比来表示的实际上就是我们同型分析的一部分（是这个资产或者负债项目它在总资产当中所占的比重）。

为什么这个彩电的制造企业它会有这么多的应收账款和存货呢？

一方面这个行业的竞争非常激烈，导致这个行业的购买方是比较强势的，这种强势除了表现在压低价格使得我们的毛利率下降之外，还表现在他要求这个企业容忍他更长的时间去偿还他的应收账款。当然另一个方面因为这个行业竞争很激烈，所以产品存货这个产品卖出去，这个周期也变得比较长，正是因为这个原因，就使得这家彩电的制造企业它不得不拥有更多的应收账款和存货。

这个规模最大的这家造纸企业它只能用 8%的资金是来自于供应商，而那家规模不是那么大的家电生产企业它却可以有 15%的资金来自于供应商，那这是为什么呢？

造纸行业的原材料比较短缺的，至少在中国这个市场，造纸企业大量的原材料是通过进口才能得到的，也正是因为这个原因，他们相对于他们的供应商比较缺乏谈判能力的。供应商的这种强势，可能一方面带来价格的上涨，而另一方面就带来这种应付账款的表现，也就是说这些企业在采购原材料的时候比较难去占用别人的资金，而相反在家电生产企业当中我们并没有看到至少从我们刚才的介绍当中我们没有看到供应商非常强势这样一种状态。

在这个造纸企业当中有62%的资产是固定资产，而在那个彩电的生产企业当中却只有14%，我们知道无论是造纸还是家电的生产都属于制造业，作为一个制造业的企业，它们都应该有比较多的固定资产，可是很显然，他们的固定资产的比重相差非常巨大。一个最重要的原因可能就是造纸行业一个非常典型的特点是，这是一个资金密集的行业，这个行业每一万吨的产能大概就需要一个亿的投资，这个投资主要是投在设备上，这就使得这个行业的企业他们的固定资产所占的比重非常的巨大。

以流动资产为主的企业比以固定资产为主的企业周转速度会更快。
因为流动资产一定比固定资产周转得快，换句话说，这个彩电的制造商它因为资产是以流动资产为主的，它的资产周转率应该远远地高于这个造纸行业的企业。

但是让我们来看看这两个企业的实际的资产周转率，我们会发现他们相差很小，那是什么样的原因使得这个家电生产企业它没有表现出它应该有的那种更高的资产周转率呢？
家电生产企业的那些流动资产其实和造纸企业的固定资产周转的速度是差不多快的，换句话说，家电生产企业的流动资产周转的速度很慢（也就是说它的应收账款可能很长时间都收不回来，它的存货很长时间卖不掉。彩电是一个更新换代比较快的产品，如果它很长时间卖不掉，那这个东西可能就会贬值，而另一个方面，如果它的应收账款很长时间收不回来，我们会觉得它很可能会成为坏账）。

毛利率反映了行业的整体的竞争环境。
应收款和存货反映了这个行业和它的下游（购买方）之间的谈判能力。
应付账款反映了这个行业和它的上游（供应商）之间的谈判能力。
固定资产的比重反映了这个行业的一个基本特征。
周转率的时候对这个企业的管理有了一点点非常初步的了解。

财务数据是一个非常高效率的语言，几个简单的财务数据其实就可以清楚地刻画一个行业的状态。我们知道每一个行业它们都是瞬息万变的，市场是瞬息万变的，所以行业也是会随着时间的推移而发生变化的，那么这种变化是不是也会体现在这个行业企业的财务数据当中呢，这就是我们接下来要讨论的内容。

6.4 财务数据与行业特征——造纸行业的纵向分析

造纸企业	1998年	2002年	2012年
毛利率	32%	28%	16%
应收账款	10%	14%	8%
存货	13%	7%	9%

彩电企业	1996年	2002年	2012年
毛利率	27%	15%	16%
总资产周转率	0.92	0.69	0.96
应收账款	1%	23%	12%
存货	24%	39%	23%

毛利率反映的是一个行业的竞争状态，那毛利率下降就表明行业的竞争在加剧。
竞争加剧会导致存货的增加，可是表中的存货从 13%减少到 7%，看起来这个公司采用了更多的赊销来应对这种竞争，正是因为这种更多的赊销，所以它消化了库存，但是同时它产生了更多的应收账款（从 10%增加到 14%）。
我们说这种通过更激进的赊销政策来应对竞争是一种非常普遍的做法，可能也是每一个企业可能在面对竞争的时候最容易想到的一个，最直接的反应。这样的一种策略它对企业来说、从财务的角度来说这种策略事实上它是一种把存货转化为应收账款的策略。

赊销战略的好处：1 抢占市场，减少损失；2 节省仓储成本；3 加快资金周转
弊端：一旦应收账款收不回来，成为坏账，增加企业的风险，使企业面临巨大的损失。
对企业来说，把存货变成应收账款是好事还是坏事，取决于应收账款的回收情况。

赊销战略是一个长久之计还是一个权宜之计？
权宜之计。因为随着竞争的加剧，所有的企业都会用更激进的赊销，而这种更为激进的赊销会造成更为激烈的竞争，最后的结果就是这个企业不是在主动地去赊销（通过赊销来消化库存），相反它变成一种被动的赊销，而一旦它成为被动的赊销，它更多的赊销未必能够带来存货的减少，但是它却确实会增加它的财务风险。

任何一个企业不能长期的依赖更为激进的赊销政策来消化、化解外界更为激烈的竞争环境。

实际上从 2002 年到 2012 年竞争明显地加剧了，但是这个企业并没有一味地去用更为激进的赊销政策来应对这种竞争，所以我们看到的是应收账款在减少而存货在增加，换句话讲，这个企业它一方面因为它在这个行业当中不得不忍受价格的下降，但是它一定在采用其他的方式去应对这种竞争。
这就是这家造纸企业在过去十几年来在行业的不同的发展状况之下，这个企业的财务状况的一些表现。

6.5 财务数据与行业特征——家电行业的纵向分析

我们说过这个行业很早就进入到了白热化的竞争阶段，正是因为这种非常激烈的竞争，就使得行业当中的企业的毛利率迅速地下滑，毛利率为什么会下滑呢？是因为市场的价格在越来越低，但是我们的成本不可能一直下降，所以毛利率的下滑反映了我们这个企业它越来越没有能力去标一个更高的市场价格。这种价格的下滑通常被我们说成是这个市场环境变得不好了，当市场环境变得不好了之后，企业用什么办法来保持自己的盈利没有明显的下降呢？我们说可能需要靠管理，怎么才能够通过管理来减少这种竞争的加剧？

【之前说过，一个企业的投资回报决定于效益和效率两个部分，一方面它的效益越好的时候投资回报越高；而另一方面，它也可以通过效率的提升来提升投资回报。
当这个企业的毛利率下降的时候，通常来讲，它的净利润率也不可能上升，换句话讲，随着毛利率的下降，这个企业的效益肯定是逐渐走低的。】

第一个途径就是，毛利率虽然下降了，但是我通过压缩成本、节约费用减少它对净利润率的冲击（净利润率主要决定于成本和各项费用占收入的比重），但是我们说即便如此，通常来讲，这个成本和费用压缩的空间都是非常有限的，所以仅仅靠这一点是不够的。
我们还需要从效率上去做文章。换句话说，当效益变得越来越差了之后，我们要提高效率来保持我的投资回报，这是每一个企业当它身处竞争的过程当中的时候，它要生存下来都必须要做的一件事。

在它的毛利率几乎缩水一半的情况之下，它的总资产的周转率不仅没有上升反而还下降了，是什么原因？
原因可能是，对于这种行业的企业来说，它是一个制造业，所以它的固定资产应该不会太少，这个行业呢，竞争开始加剧，所以它的应收款和存货可能越来越多。随着这种竞争的加剧，它的应收账款和存货不仅数量在增加，它的周转率肯定是下降的，因为竞争迫使它要保有更多的应收款，竞争使得东西没有原来好卖了，所以存货的周转周期变长了，存货的周转率下降。而另一方面，竞争使得它必须要用更多的赊销来满足它的客户的需求，所以这个时候应收账款的回收的周期可能变长了，应收账款的周转率也就下降了。我们可以看到应收款和存货这两样非常重要的资产，它们的周转率可能都是下降的。

我们最后再看看固定资产的周转率会怎么样。在整个竞争加剧（供过于求）的过程当中，它（供过于求）在这个企业的财务数据上是一个什么样的表现呢？产能（生产能力）在公司的报表上是哪一个项目？设备
一个企业的生产能力是由它的设备来提供的，所以生产能力过剩的意思就是它的设备过剩了。设备过剩就是这个设备如果完全把它的产能都发挥出来，生产的产品就太多了，根本就卖不掉，因此正常的企业在这种情况之下，它就只能使得一些设备不开工，我们就管这个叫

做它的固定资产闲置。而一旦固定资产闲置，我们就会发现有一部分固定资产实际上它没有创造任何的收入。那这样一来的话，我们固定资产的周转率是收入去除以固定资产，这个固定资产的周转率就会因为有一部分固定资产它们的存在并没有创造任何的收入，而整体固定资产的周转率下降。

如果这个企业最重要的几样资产，应收账款、存货以及固定资产，它们的周转率都在这个过程中是越来越低的，那我们就可以理解，即便这个企业可能在管理上已经做了很多的努力，但是仍然可能难以抵御行业的这种大势的变化，从而让我们看到的不是周转率的上升，反而是周转率的下降。

如果这个企业的效益和效率两个方面都在大幅度的下降的话，很显然它的投资回报会明显的下滑。

应收账款和存货发生了什么样的变化呢？
我们看到跟刚才那家造纸企业非常不一样的是，那个造纸企业在竞争加剧的过程当中，它的应收账款增加而存货减少，也就是说一个增加一个减少。而这家公司我们看到的是不一样的，它的应收账款从总资产的 1%增加到了 23%，与此同时存货又有非常大幅度的增加，那为什么不像刚才那个造纸企业一样一个增加一个减少呢。我们说当应收账款和存货呈现反向的变动的时候，说明你的存货的销售对于应收账款的政策是很敏感的，我增加赊销，存货就卖得快，我减少赊销，存货就卖得慢，这说明企业还是有一定的主动权的。而相反当你的应收账款和存货都在一个方向上同时大幅度增加的时候，就意味着你增加了更多的赊销，你这个东西还是卖不掉，说明这个公司看起来面临的竞争是非常激烈的，而且这个公司的竞争力肯定是不足的。如果它的应收账款和存货都在大幅度的增加的话，一定会占用它大量的资金，所以在这个过程中这个公司肯定会出现资金的短缺。

2002-2012
在这十年间其实毛利率几乎是没有什么变化的，换句话讲，在这十年间这个行业的竞争格局基本上是稳定的，但是我们却看到了一个非常令人高兴的数字，这个数字就是周转率的提升，而与这个周转率提升相一致的，就是应收账款和存货占总资产的比重都在大幅度的下降，这个数字似乎说明这个企业在这个过程当中，虽然竞争环境是不变的，但是企业自身的管理能力是提升了，但是很遗憾的是如果我们进一步的知道周转率提升背后的原因的话，我们可能就不是这样的一个判断了。……
应收款和存货的减少并不是正常的卖出存货收回应收款，而是通过打包卖给自己的关联企业（将部分存货和应收款与相关企业进行股份置换）以及通过计提坏账来减少的。所以我们可以看到这种周转率的提升并不是真正意义上的提升。同时我们也可以想象，在现在仍然剩下来占到它的总资产非常大比例的应收款和存货背后很可能还隐藏着巨额的亏损。

任何一个企业的财务数据都一定带着它所在行业的烙印，并且会随着这个行业的冷暖兴衰而发展变化。

习题：某钢铁行业公司近年来受到上游铁矿石供应紧张的影响，你认为以下哪种情况最可能发生?应付账款占总资产的比重减少。上游原材料的供应紧张，表明钢铁公司对铁矿石供应商处于劣势，没有议价能力，钢铁公司会减少对铁矿石供应商的应付账款，而更多的是支付现金，甚至给供应商预付款。

6.6 财务数据与竞争战略

成本领先战略 Overall Cost Leadership
是指企业通过降低自己的生产和经营成本，以低于竞争对手的产品价格，获得市场占有率。（我的产品跟别人其实没有什么太大的不同，我生产的就是大众化的产品，但是我想方设法把成本降低，比如说我扩大规模或者提高效率或者减少投入或者把产品设计变简单等等，我用各种各样的方法尽量地去降低成本，就有了更大的空间去降低价格。一旦我可以把这个东西卖得比别人便宜，那我这个产品就有吸引力了。薄利多销：薄利就是毛利率低，多销就是周转率高）

成本领先战略的财务表现是低毛利、高周转。在一定程度上主动地去牺牲效益（主动采取更低的定价）来换取效率的战略。这是一个效率制胜的战略。

差异化战略 Differentiation/Differentiation Strategy
差异化战略是指为使企业产品、服务、企业形象等与竞争对手有明显的区别，以获得竞争优势而采取的战略。这种战略的重点是创造被全行业和顾客都视为是独特的产品和服务。是使企业获得高于同行业平均水平利润的一种有效的竞争战略。

差异化战略的财务表现是高毛利、低周转。差异化战略是一个牺牲效率（因为它为了追求这种高定价，它自己明明知道这样的产品市场容量可能没有低端产品那么大，但是这是它自己的一种选择）来换取效益的战略。这是一个靠效益制胜的战略。

其实两个战略的目标都是一致的——就是创造投资回报。

以造纸业为例：
产品特点：
1 产品有统一的行业标准，外观指标基本一样。
2 生产设备专用性强，一台纸机一般只生产一个种类的产品，甚至几十年只生产一种纸。

规模经济 Economies of Scale
大规模生产导致的经济效益简称规模经济，是指在一定的产量范围内，随着产量的增加，平均成本不断降低的事实。规模经济是由于一定的产量范围内，固定成本可以认为变化不大，那么新增的产品就可以分担更多的固定成本，从而使总成本下降。

因为有这种规模经济性，所以对造纸企业来说它很容易通过把一个产品做大规模来实现成本的降低，所以这个就是为什么很多造纸企业会选择成本领先战略。（当然，造纸企业事实上它也可以通过一些质量的改进或者专注于某一个特殊领域的市场来实现差异化战略。）

C firm（制造卷烟纸）采取集中于某一个高利润的单个产品的这样一种集中差异化战略。
D firm（制造新闻纸）它的规模是比较大，我们大概可以认为这个企业它是一个成本领先战略定位的公司。

战略定位的公司它的表现是毛利相对比较高但是周转率相对比较低。而相反，采用成本领先战略的公司，它的毛利率相对比较低而周转率相对比较高。这就印证了刚才的一个分析，也就是说成本领先的表现是低毛利高周转，而差异化战略的表现是高毛利低周转。

如果这个企业，它该低的那个财务数据是低的，而该高的那个财务数据不高，说明它舍弃了这个却没有得到另一个，那这很可能说明它的战略执行存在了问题。

一个企业的财务数据，除了一定带着它所在行业的烙印之外，也一定带着它自身的战略选择的烙印，但是除此之外还能够表现它的战略执行状况。

习题：

一、以下为三家上市公司 2012 年财务报表的摘录，这三家公司分别为软件行业、家电行业和钢铁行业的企业。我们知道软件行业为智力密集型行业，总体竞争不激烈，下表中的这家软件企业从事电子政务软件开发，其客户主要为政府部门；家电行业竞争比较激烈，下表中的这家家电企业在行业中属于比较高端定位而且规模较大的企业；钢铁行业为资金密集型行业，而且近年来产能过剩、竞争加剧，而另一方面，钢铁行业的主要原材料铁矿石主要依靠进口。

A、B、C 公司 2012 年财务报表摘录

（单位：百万元人民币）

	A	B	C
营业收入	191136	546	79857
营业成本	176879	286	59704
应收账款	8542	185	4197
存货	28791	135	7099
应付账款	18655	56	13117
固定资产	79440	51	5283
总资产	214357	1103	49688

根据给出的这些财务数据和你对这三个行业特征的理解，你认为（ ）为软件行业，（ ）为家电行业。

解答：我们首先将题目信息给出对应财务数据的解读：

软件行业为智力密集型行业——固定资产较少；

总体竞争不激烈——毛利率较高；

这家软件企业从事电子政务软件开发，其客户主要为政府部门——对政府部门收款期可能很长，产品开发期可能很长，导致存货较多（可以有其他理解，因此不能确定我们的推理完全正确）；

家电行业竞争比较激烈——毛利率不太高；

下表中的这家家电企业在行业中属于比较高端定位而且规模较大的企业——毛利率也不太低，存货周转率不高；

钢铁行业为资金密集型行业——固定资产多；

而且近年来产能过剩、竞争加剧——毛利率很低；

而另一方面，钢铁行业的主要原材料铁矿石主要依靠进口——应付账款很少，可能有预付账款，存货可能很多（囤积铁矿石）。

然后将 A、B、C 三家公司的数据变成财务比率，以便横向对比：

	A	B	C	三个行业比较
毛利率	7.5%	48%	25%	软件>家电>钢铁
应收账款周转率	22.5	2.9	19	不确定
存货周转率	6.3	2.1	8.4	不确定
应付账款周转率	10.6	9.8	6.1	钢铁行业应付款最少
固定资产周转率	2.4	10.7	15	钢铁行业应该
总资产周转率	0.89	0.50	1.6	家电行业较高
应收账款占比	3.9%	16.7%	8.5%	软件行业较高
存货占比	13.5%	12.2%	14.3%	区别不大
应付账款占比	8.4%	5.1%	26%	钢铁、软件 < 家电
固定资产占比	37%	4.6%	10.7%	钢铁> 家电> 软件

综上分析，所有财务指标支持我们的推理: A 是钢铁，B 是软件，C 是家电。

二、以下财务数据是从两家食品饮料行业企业 2012 年财务报表摘录而来的，两家公司的产品种类几乎完全一样，但是一家公司采取了差异化战略，注重品牌建设，而另一家公司则采取了成本领先战略，一直秉承低价原则。

D、E 公司 2012 年财务数据摘录

（单位：百万元人民币）

	D	E
总资产	9339	19815
应收	1310	289
存货	1016	2995
收入	13775	41991
成本	8938	29505

根据表中给出的财务数据，你认为哪家公司采取的是成本领先战略，哪家公司采取的是差异化战略。

解答:同上题一样，我们将具体数字转化成财务分析比率：

	D	E	成本领先战略 V.s 差异化战略
总资产周转率	1.47	2.1	成本领先的收入更高，周转更快
应收账款周转率	10.5	145	成本领先战略存货少，周转率高
存货周转率	8.8	9.9	差别不大
毛利率	35%	29%	差异化战略高
应收账款占比	14%	1.5%	差异化允许更多的赊销
存货占比	10.9%	15%	差别不大

所以，D 是差异化战略，E 是成本领先战略。

七、财务分析的目标——好企业是什么样的

7.1 好企业是什么样的？

我们这里有一家公司（参考图 P5），我们可以看到这家公司在 2008 到 2010 年三年的时间里，它的销售收入或者说营业收入分别是 101 个亿、138 个亿和 185 个亿。所以它的营业收入的年均增长率是 35%，它的收入的增长速度是非常快的。我们这儿又提供了它的一些利润的数据，我们可以看到在这三年的时间里它的净利润分别是 17 个亿、18 个亿、27 个亿，净利润的年均增长率是 26%，所以无论从收入的规模还是利润的水平来讲，它在这三年的时间当中都经历了一个高速的增长。如果我们要来算一算它的净利润率的话（净利润率是净利润除以收入得到的），在 2008 年当中这个公司的净利润是 17 个亿，销售收入或者说营业收入是 101 个亿，所以它这一年的净利润率大概是 17%。这样的一个公司，你认为它是不是一个赚钱的公司？这个企业的财务数据是非常引人注目的，它不仅经历了高速的收入和利润的增长，而且它的利润率水平也是比较高的，这个公司算不算是一个赚钱的公司呢？当我们衡量这个公司盈利水平的时候，我们除了看利润率也就是效益的方面之外，我们还谈到过另一个项目叫做投资回报。

投资资本回报率 Return on Invested Capital 是指投出和/或使用资金与相关回报（回报通常表现为获取的利息和/或分得利润）之比例。用于衡量投出资金的使用效果。

投资资本回报率=税后营业净利润 / 投资资本　　　　　投资资本=有息负债+股东权益

两个描述投资回报的财务数据
1 总资产报酬率，它是除以总资产计算得到的，因为总资产这个资金的来源既包括负债也包括股东权益，所以总资产的报酬率事实上描述的是这个企业从债权人和股东双方他们综合的一个投资回报的概念。
2 净资产报酬率，它是用净利润除以股东权益得到的，它描述的是股东这部分投资所获得的投资回报的状况

只有那些需要支付利息的负债才叫投资资本，而那些不需要支付利息的负债不是投资资本。所以投资资本当中只包含需要有息的负债以及股东权益。所以，投资资本它应该比总资产要小一些。

投资资本回报率是比总资产报酬率更精确的对投资回报的一个衡量方法。但它的经济含义跟总资产报酬率是完全一致的，也就是说它同样是描述这个公司债权人和股东的综合投资回报的。

习题：
7.1 某公司 20XX 年总负债为 120 万元，其中 30 万元为有息负债，资产负债率 50%，当年税后营业净利润为 15 万元，净利润 12 万元，请计算 A 公司当年的投资资本回报率?
解答：总资产= 总负债 / 资产负债率 = 120 万 / 50%= 240 万
其中，有息负债 30 万，无息负债 90 万，股东权益 120 万，投资资本为 150 万。
税后营业净利润为 15 万，则 投资资本 回报率=15 万/ 150 万=10%

7.2 经济利润

投资资本回报的及格线就是投资资本的成本。

（参考图 P5）
我现在用投资资本回报减去投资资本成本，这个差额如果是大于 0 的就及格，但如果是小于 0 就表明这个公司的投资回报不及格。超额收益率=投资资本回报-投资资本成本。由图可见，除了在第一年（2008）这个超额收益率是大于 0 的，剩下两年（2009、2010）都是小于 0 的。我们用这个超额收益率乘以投资到这个公司的投资总额（投资资本），得到经济利润。经济利润也只有第一年是大于 0 的，而后面两年都是小于 0 的。也就是说如果用收益大于成本这个最朴实的一个概念来衡量的话，我们会发现这个公司事实上在过去的三年当中并没有都及格，只有第一年是赚钱的，而后面两年都并没有赚到钱。当然造成这个局面的主要的原因就是我们刚才计算出来的投资资本的回报率，它要比这个公司的投资资本的成本要高了。

超额收益率 Excess return 是指超过正常(预期)收益率的收益率，它等于投资资本回报率减去投资资本成本。

这个投资资本成本，是如何计算得到的？

习题：7.2 某公司 20XX 年有息负债为 80 万元，股东权益为 120 万元，税后营业净利润为 20 万元，净利润为 15 万元，投资资本成本为 9%，则 A 公司经济利润等于多少?
解答： 投资资本= 有息负债+ 股东权益 = 80 万 + 120 万 = 200 万
投资资本回报率= 税后营业净利润/ 投资资本 = 20 万 / 200 万 = 10%
经济利润 = (投资资本回报率—投资资本成本) X 投资资本= (10% — 9%) X 200 万=2 万

7.3 加权平均资本成本

投资到一个公司的都有谁呢？
1 需要支付利息的负债的债权人　　2 股东

如果我是一个公司，用了债权人的钱，成本是我需要付给债权人的这个利息。所以我怎么来衡量我用债权人的资金，我的成本的大小呢？可以用这个利率来衡量。

我们知道我们用股东的钱很显然不需要付利息，但是我们给股东分红。我们知道分红是一个自愿的行为，并不强制要求企业必须分红，换句话说，一个企业不分红不会受到任何法律的惩罚，所以说没有人强制要求企业必须要分红。比如世界著名的投资家巴菲特，他的这个公司伯克希尔 •哈撒韦这个公司已经存在了 50 年的时间，在这 50 年的时间当中这个公司没有给股东分过一分钱的现金股利，但是他不仅不会接受法律的惩罚，甚至投资者也没有任何的怨言。但事实上企业用股东的钱仍然有成本，这个成本叫做机会成本。

（机会成本 Opportunity Cost 是指为了得到某种东西而所要放弃另一些东西的最大价值；也可以理解为在面临多方案择一决策时，被舍弃的选项中的最高价值者是本次决策的机会成本。）

就是股东把这个钱投给了这家公司，自然他就放弃了把这个钱同时投给另外一家公司这样一个机会。那么他在另外一家公司可以赚到的钱就是他投这家公司的成本，我们管这个叫机会成本。很显然只要股东往一个公司投资，他就一定承担着一种机会成本。所以股东自然要求他获得的收益要比他的成本高，换句话讲，他获得的收益就是他投资现在这家公司的收益。而他的成本是机会成本，是他投到别的公司，可能可以获得的收益。所以当他要求收益比成本高的时候，事实上他也就是要求这个公司赚的钱比别的公司给他赚的钱要多。

比如说假设一年前有三个投资机会摆在我面前，我选择了其中的一个。那么在过了一年之后很显然我会想要去对比一下，如果当时我投了另外两个公司的话我会赚多少钱，只有当我现在投的这家公司是这三个公司里赚钱赚得最多的，我才会最满意，否则的话，即便这个公司给我赚了钱，但是比人家另外两家公司，给我赚的钱都少，我会非常的遗憾，我会想当时我干吗不投那两个公司。这其实就是一个机会成本的一种非常朴实的体现。

在市场的环境下，股东要求公司给他回报，公司就必须得给股东这样的回报。否则的话，这样的公司就没有长久的生命力。因为作为一个企业的管理层他受雇于股东，如果他不能给股东提供必要的回报，股东完全可以把这个管理层撤了换一个新的。即便那个股东可能比较小不是大股东，他可能没有办法去撤换管理层，他完全也可以用脚投票，他可以通过离开这个公司不再做这个公司的投资者来保护他自己。那些不能给股东提供回报的公司最终就会被投资者所抛弃。
(用脚投票 Voting by foot 是指资本、人才、技术流向能够提供更加优越的公共服务的行政区域。在市场经济条件下，随着政策壁垒的消失，“用脚投票”挑选的是那些能够满足自身需求的环境。)

股东要求公司给多少回报呢？
这个数字我们刚才看到了，事实上是股东投资到我们这家公司的时候所承担的那个机会成本。那个机会成本是，他如果把这个钱投给别的公司他可以赚到的钱。问题是什么公司？他那个公司应该是一个什么样的公司呢？显然是同行业的公司，风险水平最相当，有赚钱多的有赚钱少的，我们用谁做标准最合理呢？很显然应该是平均水平。我们在数值上可以这样来衡量我们用股东的资金的成本是什么呢？就是这个行业的平均盈利水平。去找到我们用股东的资金的成本的数值的方法还有其他，如通过股票市场上的投资回报来找用股东的钱的成本。

现在我们既用了债权人的钱也用了股东的钱，二者各自有它们自己的资本成本。到底作为这个企业来说，我的投资资本成本是多少呢？很显然我们应该可以把它们加权平均起来。
比如说假设我有 40%的资金来自于债权人，而债权人贷款的利率是 7%，我有 60%的资金来自于股东，我们这个行业的平均盈利水平是 12%，那我们就可以知道我的投资资本成本就应该是 40%×7%+60%×12% （这里公式有点小错误，后面有分析）。因为这是加权平均得到的，所以我们给它一个名字就叫做加权平均资本成本（很重要的概念，因为它是衡量一个公司赚不赚钱的标准、及格线）。

加权平均资本成本 Weighted Average Cost of Capital，WACC，是指以企业获得的各种资本在企业全部资本中所占的比重为权数，对各种资金的资本成本加权平均计算出来的资本总成本。加权平均资本成本可用来确定具有平均风险投资项目所要求的收益率。

（所谓息税前收益 EBIT，就是这个公司在支付利息和所得税之前的那个利润。因为公司在支付利息和所得税之后，它所获得的利润是净利润，所以我只要在净利润的基础上加上所得税，加上利息，这就叫息税前利润（或者说息税前收益）息税前收益=净利润+所得税+利息）

假设我们有两家公司，这两家公司的息税前收益是完全相等的，都是 100 块钱。而且他们的所得税税率都是 25% 。但是它们的不同之处是在于一个公司它在银行借了钱，而另一个公司没有在银行有任何的借款。
对于那个没有在银行有借款的公司 A 来说，它的息税前收益 100 块钱，没有利息支出，然后扣除所得税 25%，那我们就知道 100 块钱它应该付 25 块钱的所得税，这样这个公司的净利润就应该是 75 块钱。
另外一家跟银行借贷的公司 B 的息税前利润也是 100 块钱，但是它需要给银行支付 20 块钱的利息。在支付完利息之后，这个公司的利润就变成了 80 块钱。假设它的支付多少所得税税率同样是 25%，那它支付所得税的数额应该是 80×25%，也就是 20 块钱。那很显然第二家公司它的净利润就应该是 60 块钱。

如果比较一下的话，第二个公司比第一个公司多付了 20 块钱的利息，可是它的利润却只减少了 15 块钱。为什么会多出 5 块钱呢？是因为它的所得税减少了 5 块钱。付给银行的利息确实是 20 块钱，但是事实上对它自己来说它的成本只有 15 块钱，有另外的 5 块钱事实上是政府替它承担的。因为公司是在支付完利息之后才支付所得税的，所以更多的支付利息可以让一个企业税前的利润减少，从而减少所得税的支付，我们管这种作用叫做利息的税盾作用。它自己承担的那个部分为什么是 15 呢，因为有 25%跟税率相等的那个部分是由政府替它承担的，所以只有剩下来的 75%是这个公司自己承担的。
如果我们的银行贷款的利率是 7%的话，事实上由我自己承担的成本并没有 7%，而是 7%×（1-所得税的税率）。如果我的所得税税率是 25%的话，那么也就是说 75%的这个部分是由我自己承担的，7%×75%的话，结果大概是 5%点儿。这个就是我们的投资资本成本，准确地说也就是加权平均资本成本是如何得到的。

加权平均资本成本=（有息负债/投资资本）×债务资本成本×（1-企业所得税税率） + （股东权益/投资资本）×权益资本成本
【注：通常，债务资本成本为贷款利率，权益资本成本可以用行业平均盈利水平衡量】

习题：7.3 某公司 20XX 年总负债 100 万元，其中有息负债 30 万元，全部为银行贷款，资产负债率 40%，其银行贷款利率为 8%，该行业平均收益水平为 12%，A 公司的企业所得税率为 25%，请计算 A 公司的加权平均资本成本?
解答：总资产= 总负债 / 资产负债率 = 100 万/ 40% =250 万
股东权益 = 总资产 － 总负债 = 250 万 —100 万 = 150 万
加权资本平均成本 = 8% X (30 / 180) X (1- 25%) + 12% X（150/ 180）= 11%

7.4 什么是“赚钱”？

事实上这家公司（图 P5）在 2008 年到 2010 年这三年的时间里，它的净利润都是大于 0 的，我想问大家一个问题，如果一个公司的净利润大于 0 而经济利润小于 0，你觉得这是一个什么样的公司？

我们在计算净利润的时候是扣除了我们使用债权人的资金所需要支付的成本的，但没有扣除股东的资金的成本。
我们用股东的资金的成本，事实上我们可以用这个行业的平均盈利水平来描述，但是事实上我们并没有一定要给股东支付出去这个费用，而基于一个历史成本原则的这样一个会计体系的话，我们没有付出去的钱，是不能够在报表上记录的。所以在计算净利润的时候我们并没有扣除我们用股东的资金的那部分成本。现在我们就比较清楚了，如果在计算净利润的时候只扣除了一项成本，就是我们用债权人的资金的成本，而在计算经济利润的时候因为我们要用投资资本回报减去投资资本成本，事实上我们把这两项成本都扣除了。

为什么一个企业会净利润大于 0 而经济利润小于 0 呢？
那是因为它在扣除我们用债权人资金的这个成本之后还大于 0，但是当我们把用股东的资金的这部分成本也扣除之后，它就小于 0 了。这意味着这个企业虽然表面上是有利润的，但事实上它为股东并没有真正地赚到钱，因为股东在这个公司赚到的钱不如在其他公司赚到的钱。这个公司在这个行业当中它属于下游的公司，它比不上行业的平均盈利水平（是股东在其他的地方可以赚到的钱）。

如果一个公司的经济利润是大于 0 的，这个大于 0 的部分是什么呢？
经济利润=（投资资本回报率-投资资本成本）X 投资资本
那就意味着在扣除了行业平均的盈利水平之后，这个公司额外多赚的那部分钱。经济利润的真实含义是：它比这个行业平均盈利水平多赚了多少钱。那么大于 0 的这个部分是这个企业为股东真正赚到的钱。

如果说经济利润是这个企业为股东真正所赚到的钱，如果我把一个公司一辈子（所有）的经济利润都加在一块那是什么呢？
那实际上就是这个企业为股东所创造的价值。

赚钱是什么？
从短期来说，赚钱是有正的经济利润；从长期来说，赚钱是为股东创造价值。所以每一个企业，我们要想成为一个好的企业，一个最低的要求是我们应该能够创造正的经济利润，我们应该能够为股东创造价值。也就是说如果达不到这一点，我们完全谈不上是一个好的企业。

（经济利润 Economic profit，也成为经济增加值，EVA（Economic Value Added），指从税后营业净利润中扣除包括股权和债务的全部投入资本成本后的所得。其核心是资本投入是有成本的，企业的盈利只有高于其资本成本（包括股权成本和债务成本）时才会为股东创造价值。经济利润是一种全面评价企业经营者有效使用资本和为股东创造价值能力，体现企业最终经营目标的经营业绩考核工具，也是企业价值管理体系的基础和核心。）
经济利润=（投资资本回报率-加权平均资本成本）×投资资本

7.5 如何“赚钱”——财务分析的基本框架

<u>经济利润=（投资资本回报率-投资资本成本）X 投资资本</u>
创造价值的能力决定于投资资本回报和资本成本之间的差异有多大。也就是说如果我们想要成为一个更好的企业，一方面要想办法提高我们的投资资本回报，另一方面要想办法降低我们的资本成本。

一般来说这个资本成本这件事和我们所在的行业和我们的资本结构是有关系的，所以我们不打算对这个问题做更多的讨论。我们把讨论的重点集中在投资回报这个方面。
投资资本回报这个更加精确的计算投资回报的一个指标，它在经济含义上和总资产报酬率其实是完全一致的。所以接下来我们仍然用总资产报酬率来进行下面的讨论。

（第五章）投资回报这个总资产报酬率它决定于两个方面的因素，一个是效益，一个是效率。效益的因素也就是净利润率，效率的因素是总资产周转率。我们知道这两个指标相乘之后因为两个收入约掉了，所以最后得到的就是净利润除以总资产，也就是总资产报酬率。这就告诉我们，其实决定这个企业投资回报高低的因素也就是两个方面，效益和效率。

（第六章）效益和效率实际上对企业来说本身还是一种自身的选择，是一种战略的选择，我们说过两种不同的战略定位（成本领先战略就是一种效率制胜的战略，差异化战略是效益制胜的战略）。所以我们说效率和效益的取舍首先是一种战略的选择，当然其次还包括战略的执行。成为一个更好的企业或评价一个企业好不好，要看它的战略选择和它的战略执行。

有人说，我是一个股东，其实我并不关心这个企业作为一个整体的投资回报（也就是总资产报酬率），我关心的是股东投资的回报（也就是净资产报酬率）。
其实总资产报酬率和净资产报酬率是存在一个非常密切的关系的。净资产报酬率实际上就是股东投资到一个公司的投资回报，<u>净资产报酬率=净利润/股东权益</u>。假设我现在非不出股东权益，我用净利润除以总资产，那很显然我就无法得到净资产报酬率了。那么如果想到得到净资产报酬率，我必须乘以个总资产然后再除股东权益，这样两个总资产约掉了，最后剩下来的就是净利润除以股东权益，但是经过这个过程我们就发现，净资产报酬率它事实上等于总资产报酬率和另外一个指标相乘的结果，那个指标叫做总资产除以股东权益，我们从来没有见过，但是我们见过另外一个指标叫资产负债率，它的定义是负债除以总资产。而且我们知道我们会计上有一个非常基础的关系叫做总资产=负债+股东权益。

我们假设一个公司的总资产保持不变，而它的负债增加，那它的资产负债率一定是提高的（资产负债率=负债/股东权益）；如果总资产保持不变，负债增加，则股东权益就应该下降（总资产=负债+股东权益）。如果总资产保持不变，股东权益下降，那我们的总资产除以股东权益，这个指标它也是上升的。所以我们说这个指标事实上和负债率是一个有非常密切的相关性的一个指标。因为它是总资产是股东权益的多少倍，所以我们管这个指标叫权益乘数。所以我们知道净资产报酬率它等于总资产报酬率乘以权益乘数（上图）。

权益乘数，又称股本乘数，Equity Multiplier，是指资产总额相当于股东权益的倍数。表示企业的负债程度，权益乘数越大，企业负债程度越高。权益乘数＝资产总额/股东权益总额 即=1/(1-资产负债率).

如果我是一个股东我想提高对股东的投资回报。
途径 1 提高总资产报酬率 2 提高公司的负债水平，提高权益乘数
而且其实提高权益乘数这个方法似乎比提高总资产报酬率让公司赚更多的钱这个方法更简单，因为我只要多借钱，我的净资产报酬率就提升了。
多借钱是净资产报酬率提升？（但实际上这句话是错的）
我们会发现要让这句话保持成立，它必须需要有一个前提，就是总资产报酬率保持不变。那什么叫做总资产报酬率保持不变呢？难道我去借了更多的钱之后我的总资产报酬率会下降吗？假设我去借钱，但是这个借来的钱我没有任何用处，于是我就把它存在银行了，那我的净利润会怎么样呢，很显然，因为存款的利率总是低于贷款的利率，所以当我把借来的钱存到银行了之后，我的净利润很显然是下降的，那我去借了更多的钱这件事会不会影响我的股东权益呢，很显然它不影响，它只影响负债。所以这样一来的话我们就会发现，净利润下降了而股东权益没有改变，净资产的报酬率反而是下降的。你可能会说没有人那么傻，他不会把借来的钱放在银行存着，他一定会拿借来的钱去投资去赚钱。但是我们知道，投资就一定会赚钱吗，投资很可能会亏钱，甚至于亏得比存在银行还要厉害。这个意思就是说虽然我是一个股东，表面上看似乎提升股东的投资回报，我们有两条路可以走，一个是提高总资产报酬率，一个是提高权益乘数，但事实上这两条路是殊途同归的。即便我选择了去借更多的钱这条路，我仍然要去解决第二个问题，就是怎么用借到的钱去赚钱，我必须让借到的钱，赚到的钱的水平不低于我原来的总资产报酬率的水平。我借钱这件事才不会让我的总资产报酬率下降，从而借钱才会发挥正向的杠杆作用。所以从这个角度来说，我们会发现其实决定股东投资回报的最根本的因素不是你的负债水平有多高，而是这个公司作为一个整体它的投资回报是多少，也就是总资产报酬率是多少。我们讨论这个是想让大家理解，我们前面说作为一个好企业最重要的因素是创造价值，创造价值就要提升总资产报酬率，但是作为一个股东其实这个同样重要，因为决定股东投资回报的最根本的因素仍然是这个企业作为一个整体的投资回报，也就是总资产报酬率。

习题：以下哪种情况<u>不能</u>增加净资产收益率?
A 净利润率提高，而总资产周转率和资产负债率保持不变
B 总资产周转率提高，而净利润率和资产负债率保持不变
C 资产负债率提高，而净利润率和总资产周转率保持不变
D 资产负债率和总资产提高，净利润保持不变
解答：净资产收益率= 净利润 / 股东权益
= 净利润 / 总资产 X 总资产/ 股东权益
= 总资产收益率 X 1/(1-资产负债率)

其中，总资产收益率= 净利润 / 收入 X 收入 / 总资产

= 净利润率 X 总资产周转率 =（效益）X （效率）

所以，上面前三个选项都可以提高净资产收益率，而第四个选项说在净利润保持不变的情况下，提高资产负债率的同时，提高总资产会降低净利润率，两个改变的结果不一定会导致净资产收益率提高。

章节习题：

本周的作业为案例分析。案例中的企业所在的行业为造纸行业，其发展状况我们在第六周的课程中进行了介绍，A 公司的财务比率我们在第五周的作业中已经计算出来了。以下为案例描述，请根据案例描述和前面课程中了解到的行业状况、计算出的财务数据回答问题。

案例描述

某公司主营业务为机制纸及板纸和造纸原料、造纸机械、电力、热力的生产与销售，其中来自造纸的收入占主营业务收入的近 95%。A 公司是从一个濒临倒闭的小厂，通过十几年的努力，发展到行业领先地位。但是到了 2004 年，A 公司的各项财务指标表现出很多问题。

一、历史沿革

A 公司在上世纪九十年代的中期，抓住普通书写印刷纸向胶版纸升级换代的机会，通过技术改造，盈得了市场，实现了最初的原始积累。之后 A 公司把技术改造作为实现企业规模膨胀、产业升级的主要手段，大量投入技改，开发新产品，选用高新技术和设备。其开发的“教材用地图纸”被评为国家级新产品；开发的主要用于广告、画册、书刊封面等领域的高档轻量涂布纸达到日本进口纸水平，而生产成本较低。

二、近年来的发展

1、供销一体化

造纸行业作为一种资源约束型的行业，纸产品的竞争实际是原材料的竞争。A 公司已形成年产 3 万吨苇浆和 5 万吨木浆的生产能力，今年还投产了年产 5 万吨的杨木化机浆项目，并且公司已经开始实施 100 万亩生杨基地计划，这些为公司提供了可持续的原材料供应能力。公司为了降低对国际纸浆的依赖程度，扩大了自制浆的生产能力，加强对主要原材料市场价格的研究和把握，合理控制原材料的库存，规避原材料价格波动对生产经营的影响。同时公司实施了基地化管理，建立了完善的原材料收购网络，采取了自建或合资组建的方式建立林业基地，完善了林、纸、浆的一体化建设。

公司经过几年的发展，目前也已经建立了较好的销售网络系统，其产品在华东、华北、华南、中南等地占有较大的市场。在销售方面，其在全国主要城市设立了 25 家销售分公司和一家运输公司，销售网络遍布全国。表 1 列示了 A 公司在各区域的销售情况。

表 1 A 公司各地区纸制品销售情况

地区	销售收入占主营业务收入的百分比
东北	6.57%
华北	20.47%
华东	38.41%
华南	14.32%
中南	11.65%
西南	3.54%
西北	2.03%
境外	3.00%

2、大举并购

A 公司在加快自我发展的同时，于上世纪末和本世纪初，成功地进行了规模庞大的国内行业并购，激活沉淀资产数十亿元，成为行业资源最强大的整合者，公司生产规模同时实现跨越式增长。从地理范围来看，目前公司在东北地区、武汉、山东、延边、江西、海拉尔、赤壁和襄樊都设有生产基地。

3、国际化

A 公司总体技术装备已跨入世界领先水平，主要的生产设备均引进国际知名厂家产品，达到国际先进水平。同时，A 公司正逐年加大与国际知名纸业公司的合资合作。其次，A 公司积极利用国内外资金，不仅同时发行了面对国内和国外投资者的股票，而且与香港、法国、南非、日本、韩国等企业组建了很多合资企业。 第三，其积极拓展海外市场，并在海外设立子公司。

三、产品线

A 公司选择的是多产品组合，与造纸行业的另一家龙头企业 B 公司相比，A 公司的产品线无疑是更加丰富的。表 2 对比了两家公司的产品构成。

表 2 A 公司和 B 公司的产品线构成比较

产品（销售收入）	占纸业主营业务收入比重	毛利率
A 公司（2004 年产量 158 万吨）		
轻涂纸（6 亿元）	11%	25%
双胶纸（10 亿元）	19%	24%
书写纸（4 亿元）	8%	22%
铜版纸（18 亿元）	35%	27%
新闻纸（7 亿元）	13%	29%
箱板纸（8 亿元）	15%	16%
B 公司（2004 年产量 56 万吨）		
新闻纸（17 亿元）	68%	30%
文化纸（8 亿元）	32%	14%

四、财务数据

与 A 在同一地区的另一家公司 B 是 A 公司的主要竞争对手之一。最初两家公司几乎同步发展，但是 B 公司在产品定位上专注于新闻纸和文化纸，规模扩张没有那么快，其生产和销售也主要集中于一个地区。相反，A 公司规模不断扩大，并且近年来进行了大量的并购，A 公司的名字也开始广为人知。然而看财务数据，A 公司的表现却不尽如人意，各项财务指标都较差（如表 3 所示）。

表 3 A 公司于 B 公司主要财务指标对比

	A 公司	B 公司
毛利率	24%	24%
净利润率	7%	10%
营业费用占营业收入的比重	6%	4%
管理费用占营业收入的比重	5%	3%
财务费用占营业收入的比重	3%	2%
固定资产占总资产的比重	66%	70%
其中建成固定资产	38%	56%
在建工程	28%	14%
存货占总资产的比重	10%	11%
应收账款占总资产的比重	9%	7%
短期借款占总资产的比重	21%	16%
长期借款占总资产的比重	10%	3%
应付债券占总资产的比重	13%	0%
总资产周转率	0.45	0.7
应收账款周转率	5	9
存货周转率	3	5
固定资产周转率	0.7	1
流动比率	1	0.8
资产负债率	58%	42%
总资产报酬率	3%	7%
净资产报酬率	8%	13%

问题

A 公司的财务报表我们已经在第五周的作业中使用过，并且计算出了主要的财务比率，表 3 显示了 A 公司和 B 公司 2004 年相应的财务数据。同时我们在年报中发现，A 公司 2004 年存货比 2003 年增加 5.6 亿元，其中原材料增加 4.1 亿元，产成品增加 1.5 亿元。此外，A 公司 2004 年应收款中一年以内的应收款占应收账款年末余额的 85%，3 年以上的应收账款占 5.6%。A 公司的现金流量表显示，其支付的除采购和工资之外的经营活动现金流为 5.4 亿元，其中最大的一项为运输费用，金额为 3 亿元。

根据上述信息，回答以下问题。

1、综合考虑行业状况、公司的战略选择和造纸行业的成本结构，你认为以下关于 A 公司和 B 公司成本的说法哪个最准确?

A .A 公司成本占收入的比重和 B 公司不相上下，表明 A 公司和 B 公司成本管理的水平相当；
B . A 公司成本占收入的比重和 B 公司不相上下，但是 A 公司规模比 B 公司大很多，因此 A 公司没有发挥出其应有的规模经济性；
C .A 公司具有成本优势，因为 A 公司在原材料方面进行了很多投资；
D .A 公司和 B 公司的成本管理水平相当，因为二者的成本结构相同。

2、从表 3 可以看出，A 公司营业费用占收入的比重高于 B 公司，根据案例描述中给出的信息，你认为以下哪个原因最有可能?
A .A 公司产量较大，为了开拓市场，做了更多的广告；
B .A 公司产能较大，为了消化产能，需要更多地开拓市场，所以销售人员的工资水平较高；
C .A 公司的原材料产地、生产基地和销售市场在地域上不匹配，从而导致运费较高；
D .仅根据案例提供的信息无法做出判断。

3、从表 3 可以看出，A 公司管理费用占收入的比重也高于 B 公司，根据案例描述中提供的信息，你认为最有可能的原因是什么?
A .A 公司近年来做了大量的兼并收购，而兼并收购之后需要花费较长的时间进行管理体制上的整合；
B .A 公司注重新产品开发的技术改造，因为进行了更多的研发；
C .A 公司为了提高业绩，激励管理人员，所以管理人员工资水平较高；
D .仅根据案例提供的信息无法做出判断。

4、从表 3 可以看出，A 公司财务费用占收入比重也高于 B 公司，根据案例描述中提供的信息，你认为最有可能的原因是什么?
A .A 公司净利润率较低，所以为了获得贷款，需要支付更高的利息；
B .该行业资金密集，A 公司规模较大，因而需要更多资金，而股权融资规模有限，所以需要更多债务融资；
C .A 公司财务策略比较激进，所以负债水平高；
D .仅根据案例提供的信息无法做出判断。

5、从表 3 可以看出，A 公司固定资产周转率低于 B 公司，根据案例描述中提供的信息，你认为最有可能的原因是什么?
A .A 公司产能太大，销售能力不足，导致产能过剩，固定资产闲置；
B .A 公司近年来收购了大量企业，这些企业中的固定资产状况不好，导致固定资产周转率较低；
C .A 公司固定资产中有很多在建工程，这些项目尚未建成，因为不能产生收入，降低了固定资产的周转率；
D .仅根据案例提供的信息无法做出判断。

6、从表 3 可以看出，A 公司存货周转率低于 B 公司，根据案例描述中提供的信息，结合行业的特点和公司的具体举措，你认为最有可能的原因是什么?
A .A 公司今年储备了大量原材料预防原材料的短缺和价格上涨；
B .A 公司销售水平跟不上规模的扩张，所以产品销售情况不好；
C .A 公司有大量积压库存；
D .A 公司存货管理不好，导致原材料冗余。

7、以下关于 A 公司和 B 公司应收账款的描述，你认为哪个最有可能?
A .A 公司应收账款周转率低于 B 公司，表明 A 公司应收账款很有可能收不回来；
B .A 公司虽然应收账款周转率低于 B 公司，但是应收账款周转率水平尚可，并且以一年内应收款为主，风险不是很大；
C .A 公司应收账款周转率较低，表明 A 公司大量赊销，竞争能力较差；
D .A 公司应收账款占总资产的比重较大，表明公司面临的竞争比较激烈。

答案：

1. A 衡量成本管理水平需要考虑企业规模的因素。
B 规模效应是指随着公司规模扩大，比如销售收入的增加，它的经济效益也增加，即利润增加。A 公司规模比 B 公司大很多，但是成本占比没有降低，利润没有增加。
C 在原材料方面有投资，不能直接说就有成本优势，要看投资是否真正降低了原料成本。
D 结构相同，规模不同，不能直接比较。

2. A 上文没有给关于广告的信息
B 上文也没有给销售人员工资水平的信息
C 题目给出了销售的区域分布，以华东和华北为最多，而公司的生产基地设在东北地区、武汉、山东、延边、江西、海拉尔、赤壁和襄樊等地，题目还告诉我们，其支付的除采购和工资之外的经营活动现金流中最大的一项为运输费 3 亿元，所以这个推理可以接受；

3. A 题目告诉我们 A 公司进行过规模庞大的国内行业并购，并且在国外设立合资公司；
B 题目没有提技术改造的相关事项
C 也没有提管理人员工资水平

4. A 题目没有告诉我们 A 公司的贷款融资成本高
B 题目信息告诉我们，A 公司的大举并购，产品线更丰富，业务涉及的区域更广，所以需要更多资金，这个推理是合理的；
C 财务策略激进是说公司的负债水平显著高于同行业平均水平，或者负债的利息显著高于同行业获得借款的平均水平，而 A 公司还处在一个可控的合理范围内 ；

5. A 题目没有给出这个信息
B 题目没有说收购企业的固定资产状况
C 财务数据对比表中给出 A 公司在建工程占 28%，远远高于 B 公司的 14%，所以这个解释可以接受；

6. A 存货占比提高，其中原材料增加 4.1 亿元，产成品增加 1.5 亿元，且当时造纸行业处在原材料价格上涨周期;
B 题目信息没说销售情况不好
C 库存积压是销售不畅的问题，和储备原材料不是一回事;
D A 公司是有目的的加大存货，而不是管理问题。

存货周转率= 销售成本 / 存货平均值，A 公司存货周转率提高是由于存货平均值提高而导致的.

7. A 周转率低，不能说坏账率就高;
B 题目给出一年以内的应收款占应收账款年末余额的 85%，3 年以上的应收账款占 5.6%，所以坏账率还是在可控范围以内；
C 没有直接证据说竞争能力较差;
D A 公司应收账款为 9%，B 公司为 7%，看不出显著差异.

八、某造纸企业案例分析

（本章节的课程是对第七章节作业中案例的详细讨论和分析，可参考 P48-50 和图 P6）

8.1 公司基本情况汇总

我们现在要分析这个公司目的是想要判断这个公司的状况，更主要的目的、更针对性的，我们希望为这个公司的管理层提出一个未来管理上的一种建议。事实上，如果我能够判断一个企业的状况我完全不局限于实现这样一个目的，我除了可以为管理层的管理决策提供支持之外，我也可以为银行的贷款决策提供支持，同样我也可以为股权投资人的投资的价值判断提供支持等等。

公司基本背景：
时间：2004 年
对比：因为这家公司它是一个这个行业当中是非常领先的一个企业，所以用行业的平均水平作为标准对它来说似乎是有点太低了，所以我们选择了另外一家跟它同行业、同地区的一家公司来进行对比。因为那家公司的财务数据的计算方法实际上和这家公司是完全相同的，所以我们没有再要求大家去计算那家公司的财务数据，而是直接提供了那个公司的相应的财务指标。
发展历史：（技术改造、产品升级、扩大规模、开拓国际市场、拓宽产品线）
这家公司在 2004 年这个时点来看的话，它已经这个行业里经营了十多年的时间，它最初在进入这个行业的时候，它是透过一些技术上的领先，对这个行业当时的一些产品进行了升级换代。通过这种方式，比较迅速地在这个行业当中站稳脚跟并且发展起来，但是在过去的若干年来，这个企业的主要的举措是集中在这样几个方面：首先它在迅速地扩大规模，这种规模的扩张，一方面通过自身的投资来实现，另一方面通过大量的兼并收购来实现，通过自身的投资和兼并收购使得这个公司的产能迅速地扩大，从而成为了这个行业产能最大的公司；其次有了这样一个产能之后，它需要有市场，所以这个公司又开始积极地开拓国际市场。因此目前这个公司应该说不仅它的经营范围涵盖中国的各个地区而且遍布世界上很多不同的国家。另一个方面，这个公司还开发了各种各样的产品，所以它的产品线是比较丰富的。
而我们用来作对比的那家公司跟这个公司有一个比较大的区别，那家公司相对来说产品线相对单一。

这个公司还开始在一些其他的方面进行一些积极的投入：
1 在原材料的方面：这个公司积极地拓宽原材料的来源：一方面建设了很多原材料的生产基地，这个就包括它建了一个三万吨的苇浆的基地、五万吨的木浆的基地、五万吨的杨木化机浆的生产基地，另外它还在建一个一百万亩的生杨基地。也就是说它积极地通过自己种树的方式来解决原材料短缺不足的问题。
2 收购了一家能够为它提供每年 30 万吨纸浆生产能力的一家企业。

我们想要知道一个企业的好坏，我们最需要看的实际上是它的投资回报也就是总资产报酬率。这家公司在当时总资产报酬率只有 3%（参考图 P6①），很显然这个数字是太低了，因为我们知道这个数字甚至于远远地低于银行的贷款的利率，所以不用再特意地计算我们也知道它的投资回报一定是低于它的资本成本的。而我们用来跟这家公司对照的另外一家公司，

这家公司的总资产报酬率在 2004 年这个年份是 7%，很显然我们的这个主角它在投资回报这个方面是明显的落后的。

那么到底为什么它的投资回报会远远地落后于它的竞争对手？
在这个案例当中我们就希望首先讨论出造成这种局面的原因是什么，其次我们希望基于这样的一个原因，为管理层的后续的决策提供一些支持。

8.2 成本分析

决定投资回报的是两个方面的因素：一个是这个企业的效益有多好，一个是它的效率有多高。

造成它投资回报明显的落后于竞争对手，不仅仅是因为它的效益低，而且因为它的效率差（参考图 P6①）。但是仅仅看到这一点似乎是不够的，因为我们并不知道是什么原因造成了这样的一种效益和效率都低的一种局面。特别是我们前面知道一般而言当企业有一个自身的战略定位之后，它通常会在这两个指标当中会有一个相应的取舍关系，所以可能某一个项目低而另一个项目高。可是我们在这个公司看到的结果却是它效益和效率都处于落后的状态，所以我们有必要继续去探究是什么原因造成了这样的局面。

首先来看效益的方面，我们知道决定这个公司的净利润率的最主要的几个因素就是它的成本以及它的几项费用。（图 P6②）我们列出了这个公司在 2004 年它的营业成本和三项费用。

成本,我们发现从营业成本的角度来说这家公司和它的竞争对手没有任何的差异，它们的水平都是 76% 。这个数字似乎是在说这个企业它的效益差的问题并不是在成本上而是在费用上，可是这个问题是不是这样呢？
造纸行业是一个资金密集的行业，这个行业需要大量的固定资产的投资，而这些固定资产的投资主要是在设备上，这样一来就使得这个企业它的生产成本当中会有比较多的固定成本。而我们知道，当这个企业它的生产成本当中固定成本比较多的时候，它就会有一种规模经济性（为固定成本它的总量并不随着企业的产量而增加，所以当我的产量增加的时候，每个产品所分摊的固定成本就会降低）。

我们现在来看一看两家公司它们各自的产能规模（P49）。
我们可以看到我们的主角它当时的产能规模大概是 150 万吨，而它的竞争对手大概是 50 万吨。也就是说我们的这个公司它相对于竞争对手来说大概是人家 3 倍的产能。那么这个产能是别人 3 倍的这个公司为什么它在成本上并没有显现出优势？

我们进一步地去看这两个公司的产品的构成，从这张表上我们可以很清楚地看到确实这个企业的产品线是比较丰富的，它的产品涉及到书写印刷纸新闻纸和箱板纸各个方面，而在书写印刷纸方面又涉及到像轻涂纸、双胶纸、铜版纸等等不同的产品。相对于它的竞争对手来说，它的产品要丰富得多，它的竞争对手只生产两种纸，一个是新闻纸一个是文化纸。除了这个产品线更加丰富之外，我们会发现我们的这家公司虽然它的产品线很丰富，而且虽然它的总量的规模很大，大概是竞争对手的三倍，但是它的每一个产品规模其实并不大。在它的众多产品当中，我们会发现只有铜版纸相对来说是规模比较大的，这个规模几乎跟竞争对手新闻纸的规模总量差不多。而在其它的各项产品上我们的这家企业它的规模都并不大。而我们曾经说过造纸行业有一个特点，造纸行业它的每一个产品可能要用一个生产线，而且一个生产

线可能就生产一种产品，所以我们说它的这种规模经济性需要靠什么获得，它不能靠整个公司的规模增加来获得，它必须要在每一个产品上扩大规模才能够得到。所以我们大概可以理解为什么这个企业更大的规模并没有给它带来更低的成本呢。原因就是因为它是一种通过多产品的格局来实现大规模的生产，而它在每一个产品上都没有明显的更大的规模。所以这可能就导致了这个企业它在成本上没有体现出作为一个资金密集行业大规模所应该带来的这种低成本的特性。
这是在固定成本的角度来讨论两个企业的成本问题。

（图 P6④）在世界上几个不同的地区生产一吨纸的成本结构。中国可能我们纸的成本的构成是比较特殊的，我们在劳动力成本上有明显的优势，但是我们的原材料成本非常的高。这就意味着，对于一个造纸企业来说，除了固定成本之外还有相当大的一个成本，就是它的原材料成本。

我们这家公司在原材料这方面做了相当多的工作。如果这样看的话，这个企业应该在成本上显现出优势，可是为什么我们却没有看到这一点？原因很简单，就是因为这家公司虽然它现在正在大力地建设它的原材料基地，但是我们知道种树这件事是非常花工夫的，所以它现在虽然建成了这些基地、在建设这些基地，但是这些基地并没有真正地为它提供原材料。它首先需要把这些树种成了之后它才能把它生产成木浆。所以从这个角度来说，目前这个阶段，这些原材料基地还没有到发挥作用的阶段。

而我们的竞争对手事实上并没有在原材料上做任何相似的工作，这可能是导致这两个公司在成本上没有差异的一个重要的原因。它的产品主要是两个产品，其中最大的一项产品是新闻纸其次是文化纸，新闻纸的特点是通常是不需要用木浆来生产的，所以这个竞争对手它实际上是利用了它所在的这个地区当地的一些苇草资源来做原材料，因此从这个角度来说，其实竞争对手和我们的这家公司，这两家公司它们在原材料上其实采取的是不同的策略。我们的这家公司是非常大手笔地去种树然后去发展纸浆生产能力，而我们的竞争对手实际上是通过采用替代原材料的方式来解决原材料的不足的问题。

8.3 费用分析

虽然成本上它确实存在一些问题，比如说它的大规模并不能够给它带来规模经济性，但是毕竟成本上它跟竞争对手的水平是相同的，所以这并不是造成它效益低于竞争对手的主要原因，那么其他的原因在哪儿呢？很显然我们该到费用上去找答案。

在这张表上（图 P6②）我们同样列出了每一种费用占它的营业收入的比重。所以我们可以看到这张表实际上是关于我们利润表的一个非常简单的一个同型分析。在这张表上我们可以看到这个公司它在三项费用都高于它的竞争对手，这个原因又是什么呢？

我们先来看财务费用，为什么一个企业的财务费用会比别人高呢，大家最容易想到的就是它借钱借得多。那我们就来看看这两个企业的借钱的状况（图 P6⑤），我们可以看到这家公司确实有更多的债务融资，而且它的债务融资的方式非常多样化，它不仅有短期借款、有长期借款、它还发行了债券，而它的竞争对手却没有债券的发行。

从总体的债务融资上来讲，这家公司所有的有息负债占到了总资产的比重合计大概达到了 44%，而竞争对手只有 19%，正是因为这个公司有了更多的有息负债，所以它的财务费用明显地高于竞争对手，这是非常容易理解的。

这个造纸行业的投资额大概是，基本 1 万吨的产能需要 1 个亿人民币的投资，这就意味着它需要比竞争对手投入大概多 100 多个亿。这样的一个投入需要从什么地方来获取资金呢？很显然，资本市场（也就是股票市场）是不能够完全支撑，势必要比竞争对手要更多地借助于债务融资。换句话讲，它势必要承担更高的财务杠杆的水平，这样一来的话我们就会发现因为这是一个资金密集的行业，所以做大规模的企业势必承担着更大的财务上的压力、融资上的压力，而这一点不仅体现在它的融资本身，也体现在它的财务费用上。

这个公司的销售市场（P48）

它的原材料的基地主要集中在东北和内蒙，而这两个地区很显然它不属于我们刚才说的华东和华北这个地区。

它这几年通过大量的兼并收购收购了很多的产能，而且生产的这些基地它们遍布全国各地，并没有某一个集中的区域。

它的原材料存在的地方和它的生产的地点以及它的市场，这三个地方实际上它们是不一致的。也正是因为这个原因，这个公司提出了一个产供销一体化的这样一个思路。我们会发现这个思路其实很对，但是至少在 2004 年这个时间点上这个公司还远远没有达到产供销一体化的这样一种状态。我们可以想像它需要把东北和内蒙的原材料运到它全国各地的生产基地，然后其中有 60%都是要用在华东和华北的市场上的，这样一来势必会造成很大的运费。它的运输费用占到了营业费用的 75%，即便在整个的营业收入当中也占到了 4%。这样一个非常高的水平，所以这样我们就大概可以理解为什么这个企业的营业费用会明显地高于它的竞争对手。

我们刚才说到这个企业，实际上在过去的几年来在进行大量的兼并收购，甚至有人称这个企业是这个行业最大的整合者。

兼并收购，就是我去把别人的公司买下来，买企业我们除了买下了这个公司的这些实物的资产、报表上的这些资产之外，我们还有获得了这个企业的这些人。在我收购完这个企业之后，我能不能很好地把这个企业的人用好，换句话讲，这就叫整合。

它能不能有效地去整合这些被收购的企业？这些被收购的企业，很显然在它这个整合没有完成之前，它的管理效率可能相对是比较低的。整个公司在不同布局，在新收购的这些公司上可能还没有获得最佳的管理状况的发挥，这个可能是导致它管理费用高于它的竞争对手的一个，至少是一个重要的原因。

所以通过这部分的分析，我们大概看到我们的这个公司为什么在效益上明显地低于它的竞争对手呢？

1 作为一个大规模的公司，它并没有体现出这个行业该有的规模经济性；而另一方面，为了获取这种大规模，它一方面要承担巨大的资金压力。

2 它是通过大量的兼并收购来完成的，所以使得它在管理上，至少在这个阶段出现了一些问题。

3 由于它大量的扩张，急剧地扩张，使得它的原材料、生产和销售，它的布局现在没有达到一个比较一致的一个状况，所以使得它的营业费用比较高，运费比较高。

这些就是使得这家公司在效益上落后于竞争对手的主要原因。

8.4 周转率分析

（图 P6①）它的总资产周转率只有 0.45，而竞争对手是 0.7，是什么原因使得它会表现出这样的一种状态呢。

分析思路：想知道为什么这个公司的总资产周转率低于竞争对手，我们需要首先了解这个公司什么样的资产最多；其次这些资产的周转率是如何的？

我们通过资产负债表的同型分析可以知道资产的结构，有了这个结构之后，我们找到这个公司金额最大的那些资产，就找到了是哪些资产造成了这个公司最后总资产周转率比别人低。因为总资产周转率事实上就是它的各项资产周转率的加权平均。

同型分析（图 P6⑥）：
1 这个公司的固定资产是最多的，它的固定资产占到了总资产的 65%，它的竞争对手同样表现出这种特性。在竞争对手的报表上我们可以看到固定资产占到了总资产的 70%，所以很显然，这跟这个行业重资产这种特性是非常一致的。
2 接下来这个行业怎么样呢？它的存货比较多，两家公司的存货都大概在 10%到 11%这样一个水平。
3 除此之外还有一些应收款。
我们可以看到仅仅是这三项资产大概就已经占到了总资产的 80%以上，也就是说只要我们能够理解为什么这三项资产的周转率在两个公司之间有差异，我们大概就可以找到总资产周转率有差异的原因了。

（1）固定资产周转率分析：在我们的这家公司当中，它的固定资产的综合的周转率是 0.67，而竞争对手的数字是明显高于这个数字的。为什么这个公司的固定资产的周转率比竞争对手低呢？我们刚才看到的这个固定资产实际上由两个部分组成，一个部分是已经建成的固定资产，还有一部分是正在建的固定资产我们叫在建工程。我们来看看两个公司在这个上面的一个基本的结构是什么，我们的这家公司它的固定资产当中有占总资产 28%的固定资产实际上是在建工程，而竞争对手这个在建工程的数字是占总资产的 14%，很明显这个公司在建的项目远远地高于竞争对手。我们知道这些在建的固定资产它们还没有投入使用，所以事实上它们是不可能给这个公司带来收入的，但是因为它也算在固定资产这个项目里面，所以你仍然可以计算它的周转率，但是事实上它是没有周转的。
那我们就可以理解为什么我们这个公司它的固定资产的周转率要比对方要落后一个重要的原因，是因为它有更多的在建项目，而这些在建项目事实上是不能够产生收入的。

（2）存货分析：我们发现这家公司的存货的周转率也落后于竞争对手，这是为什么呢？
我们就要来看看它的存货是如何构成的，我们在这张表上（图 P6⑦）可以看到两个公司的存货的构成，我们会发现我们的这家公司（图 P6⑦）在存货的构成上是比较特别的，这个公司的存货组成当中最大的不是它的产成品而是它的原材料，而且你会发现相对于上面来说这个公司的原材料有了一个非常大幅度的增长，增加了 4 个多亿。那我们就大概可以理解这些原材料事实上，这个公司在囤积原材料，它为什么要囤积原材料？因为我们说过这个行业原材料相对是短缺的，因为这种短缺性就使得原材料的价格几乎始终是处在上涨的阶段，所以你可以理解为什么这个公司要囤积原材料，囤积原材料带来的问题当然就是这些原材料买在那儿囤在那儿它并不创造收入，所以它就会把原材料的包括存货的整个周转率拉下来。

所以我们可以看到为什么存货的周转率，我们这个公司要比竞争对手低呢，主要跟它囤积原材料的行为是有关系的。

（3）最后其实对它的总资产周转率影响并不是太大的，就是它的应收账款的周转率。我们可以看到，虽然这个公司的应收账款的周转率并不低可以达到 6 点多，但是相对于竞争对手的 9 点多来说仍然是一个明显的差距。在这个方面，我们说可能会有一些影响因素比如说这个公司自身，它因为规模更大所以它需要面对更大的市场，所以它可能采取的赊销方面，采取的政策是更加宽松的；另一个方面，也可能跟这个公司它的产品线比较丰富，所以它要面对更多元化的市场，可能跟这个也有关系。那么它更多的这样一个应收账款以及相对来说更低的这样一个应收账款的周转率，会不会给这个公司带来更大的风险呢？我们来看一看这个公司的应收账款的账龄的构成（图 P6⑧），我们会发现，在 2004 年这一年来看的话，这个公司的应收账款，85%大概都是一年之内的。从这个角度来看我们会觉得它的应收账款总体来说可能还是相对安全的。

这就是我们对这个公司的周转率方面的一些分析，我们会发现为什么这个企业它在效率方面也明显地落后于竞争对手呢？主要是这样几个原因造成的：首先就是它有更多的在建项目，它还处在一个高速扩张的阶段；另一方面，这个公司它有囤积原材料的这样的一种举措，所以这就使得它的存货的周转率比较低。这个可能是造成它资产周转率低的至少两个最重要的原因。

8.5 当前状况总结

我们这个公司，它相对于竞争对手为什么它在效益和效率两个方面都是处于落后的？
我们总结一下我们前面的分析，我们会发现首先为什么在效益方面它落后于竞争对手。
1 是因为这样几个方面的原因首先作为一个大规模的企业，它并没有享受到在一个具有规模经济性这样一个行业当中应该有的成本上的优势，这主要是因为它是采取的一种多产品的格局，而每一个产品它其实都不是具有明显的大的规模。

2 而另一个方面，虽然这个公司在过去几年里已经开始在着力建设原材料的生产基地，既包括自己去种树，也包括收购纸浆的生产能力，但是我们说种树这件事是一个慢工夫，它不可能一天两天就产生效果，所以这个因素目前还没有在它的成本方面发挥作用。而我们的竞争对手，实际上它虽然在原材料上没有做这样的一些举措，但事实上它是通过它的产品结构，主要是以新闻纸和文化纸特别是新闻纸为主，那么新闻纸并不需要比较高端的木浆，所以它实际上是通过产品的选择来使得自己可以采用一种相对可以用草浆来替代的这样一种方式。

3 除此之外我们还看到，造成它的效益比较差的原因还包括因为它的规模比较大而这是一个资金密集的行业，所以对它的融资需求提出了很高的要求，也使得它不得不承担更高的财务费用。

4 另外这个公司它的原材料、生产以及销售，它的地域上是不匹配的使得它支付了大量的运费，5 最后就是过去几年快速的兼并收购对它的管理也提出了挑战，它能不能很好地去整合这些被收购的企业是一个问题。

它的周转率的方面，我们发现它的周转率主要决定于三项资产，特别是其中的两项资产，就

是固定资产和存货，如果加上第三项那就是应收账款。我们可以看到，为什么固定资产的周转率它比较落后呢？这主要是因为它的固定资产当中有更多的在建项目，6 而这些在建的项目事实上现在并不能够带来收入；7 存货的角度来说，是因为这个公司大量地储备了原材料，而这些原材料在储备在那儿的时候实际上它不能带来收入。

如果说这是我们对于这个公司效益和效率两方面都处于劣势的一个原因的分析的话，我们对这个公司未来会有一个什么样的判断呢？

我们就要把这样的一种状态放在当时那个市场环境里来看一看。
如果我们回忆一下，我们在第六章讨论的情况，造纸行业在中国长期是处在一个高速增长的阶段，但是这个增长到 2008 年为止就放缓了，这个原因就是因为 2008 年是这个行业的一个分水岭，在这之后这个行业从供不应求进入到了供过于求的阶段。

我们现在分析的这个年份是 2004 年，很显然对于这个行业的企业来说，在 4 年之后它们将迎来充分竞争的一个阶段，换句话说，对这个行业的企业来说还有 4 年的准备时间让他们去应对将要到来的那个非常激烈的市场竞争，这个是这个行业的总体的竞争的发展趋势。另一个方面，我们不得不说的是这个行业的一个突出特点，就是在中国，纸的生产企业它们在原材料上还处在一个相对短缺的状态，所以它们更多的要依赖于进口，这就使得原材料的价格几乎一直是处于上涨的阶段的，除此之外，我们刚才说的这个竞争更多的是来自于行业现有的公司和新加入这个行业的新的投资的加入，当然我们曾经我们提到过在五力图里我们描述的，一个企业所面临的竞争环境除了受到现有公司竞争的影响以及新进入者的影响之外，还会受到一个重要的影响，就是替代产品。

纸的替代产品：如果是生活用纸、包装用纸则不太可能替代，反而随着经济的发达而纸的包装是越来越多。如果是新闻纸和书写印刷纸，随着无纸化阅读（电子产品普及），这些反而很可能被替代。

我们的这个公司是一个多产品的格局，给它带来的一个问题就是由于它的每个产品规模都并不是特别大，所以这可能使得它并不能够享受到这个行业应该有的规模经济性。如果说这个行业的市场的结构未来会发生变化的话，那么多产品的格局实际上更容易应对这种市场变化的风险。相反它的竞争对手它的主要的生产产品，是新闻纸和文化纸这两样东西，事实上都是我们刚才提到的无纸化阅读习惯，这种冲击最严重的领域，所以我们说这个企业它这种多产品的格局可能可以帮助它更好地应对未来的市场变化。

除此之外我们刚才看到虽然这个公司已经开始大量地建设原材料的生产基地，但是因为种树这个事情是一个慢工夫，所以在 2004 年这个时间点上我们还没有看到效果，但是我相信大家很容易想到随着这些树木成材它的原材料的这个基地可能就将发挥一些作用，这一点可能将使得它未来在成本方面能够享受到一些优势。这里特别需要说明的是我们刚才看到说两个公司其实在成本上不相上下，虽然我们的竞争对手没有去建原材料基地，它采取的是一种替代的方式，因为它生产的纸主要是用草浆，但这里就存在两个问题，第一个问题就是草浆实际上是比较容易造成污染的，所以随着环保要求的提高，实际上草浆的产能是要被越来越多的淘汰的；另一个问题是当我们说成本的问题的时候，这个企业的成本没有优势，它可能在这个行业竞争不激烈的时候不会是一个致命性的问题，比如说当这个行业的平均毛利率有 30%的时候，我的成本比别人高个 5 个百分点，只不过就是我比别人少挣个 5 个百分点，它

不是一个致命的问题。但是我们可以想像当这个行业整体的竞争加剧，到最后这个行业的平均毛利率只有 15%甚至于更低的时候，你就会发现 5 个百分点就已经是一个生与死的区别了。所以随着这个行业竞争的加剧，我们可以预期到成本将成为一个越来越制约这个行业企业发展的一个重要的因素。

除此之外，我们这个公司不仅进行了原材料的基地的建设，还在储备原材料，实际上这两点可能都意味着这个企业在未来它应对这种竞争加剧所导致的成本问题，可能它会有更好的准备。当然我们刚才看到它也存在一些问题，比如说它的这种大规模随着它的规模的扩张，它对资金的需求量会越来越大，所以资金的压力可能始终是存在的。而另一个方面，它的产供销基地不匹配，所以导致大量的高的运费这个问题可能是它亟待解决的一个问题。另外它大规模的并购给它带来的管理上的挑战也是不容置疑的。但是从它的周转率的情况来看，它的固定资产的周转率第一其实主要是因为现在它处在一个扩张和建设的阶段，所以有很多在建工程而这些在建工程实际上不能产生收入，我们相信随着这些在建工程逐渐完工，它的固定资产的周转率将恢复到一个正常水平。

存货的周转率它比较低的一个原因是因为它的囤积原材料的问题，但是我们可以看到对这样一个行业来说，囤积原材料对它可能反而在成本上将会带来一些好处，所以这个可能并不是一个非常致命的问题。所以从这个来看，我们会发现其实这个企业从未来来讲并不是一个那么差的公司，一方面它的多产品的格局可能可以帮它更好地应对市场的风险；而另一方面，它的原材料基地的建设可能可以帮它更好地应对竞争激烈所带来的对成本上的更高的要求。除此之外我们可以想到这个企业因为它是一个跨地域经营的一种方式，换句话讲，它实际上已经在这个行业进入到激烈竞争阶段之前进行了地域上的布局，这对于它未来去消化它的产能可能也是有好处的。但是我们不能回避的问题是这个企业它确实也存在一些挑战，那么这些挑战就包括我们刚才提到过的随着规模的扩张，资金的压力会非常大；其次它的产供销一体化这样的一个问题，是需要解决的；另外它的大量的并购给它带来的管理上的挑战也是它必须要去面对的。

所以总体而言我们会发现，这个企业其实未来还是前景比较乐观的方面。但是确实它也面临很多管理上的挑战，对它来说它的管理上最大的挑战就是我们刚才提到的产供销一体化的建设以及对于并购企业的整合问题。

8.6 对未来的展望

在这个案例当中，我们主要是讨论如何通过财务数据帮我们去进行决策。我们会发现其实如果我们仅仅是看财务数据个体，我们可能不一定能够真正地挖掘出这个数据背后的东西。真正的理解这些财务数据，我们需要结合这个行业的特征，我们需要结合这个企业自身的一些战略的举措，我们还需要结合这个企业它的一些特定的一些问题。从刚才这个案例当中我们可以看到，表面上这个企业的财务数据没有任何一个地方表明它有任何优势，但是经过我们深入地剖析之后我们发现事实上，这个企业还是有很多值得期待的地方，事实上它过去的很多举措可能将为它的未来打下一个很好的基础。虽然它在管理上也面临很多挑战，所以我们说其实财务数据它的解读不能仅仅通过数据去比较大小来得到。

根据我们刚才的分析，我们判断这个公司未来的发展其实还是有很多值得期待的地方的。我们来看一看，事实上是不是这样，我们来验证一下。在这里我们提供了 2008 年这两家公司的一些数据（图 P6⑨），很明显的我们可以看到在 4 年之后的 2008 年（2008 对于中国的造纸企业来说是一个分水岭，2008 年这个行业开始正式进入到产能过剩的阶段，但是这个年份仍然并不是竞争非常激烈的，只是竞争的开始）我们的这家公司它的各项财务指标都有了明显的提升，甚至于我们刚才说的投资回报、效益和效率这三个方面的指标它都达到了或者超过了它的竞争对手的水平。这一点可能跟我们刚才的分析和判断是一致的，而且我们刚才说到我们的竞争对手其实它会有一个问题，就是它的产品主要是以新闻纸为主的而这个产品更多的受到无纸化阅读习惯的冲击，同时这个企业并没有在原材料上做什么储备，它更多的是采用草浆这种方式来规避成本的这种压力。但是我们说实际上随着环保要求的提高这个方面可能也成为一个问题。

事实上我们来看一看，看完 2008 年我们再来看看 2011 年，这是在竞争激烈之后的 3 年的时间。我们会发现虽然距离 2008 年只有短短 3 年的时间，但这两个企业的情况发生了天翻地覆的变化。我们的竞争对手在 2011 年净利润率只有 0.7%，已经几乎达到了亏损的边缘。而我们的这家公司，由于在毛利率上高于竞争对手 4 个百分点，这个时候两个公司的毛利率分别是多少呢。我们这个公司是 16%，而竞争对手是 12%，我们看到当竞争激烈了之后，这个行业的整体的毛利率水平有一个非常迅速的下滑，而虽然现在它的差异只有 4 个百分点，但是对于一个只有 12%和 16%的一个公司来说，我们可以想象这 4 个百分点是一个非常巨大的差异，也正是因为这个差异使得我们这个竞争对手在 2011 年仍然有还不错的一个业绩表现，应该说这个企业的后续发展跟我们前面的一些判断应该说是相吻合的。

当然在这个案例当中，我们主要讨论的是从管理层的角度，这个企业应该在哪些方面进行管理上的提升。具体而言我们得出的结论是它需要在产供销一体化上以及并购之后的整合问题上做出努力，但是很显然，我们刚才的这些分析，其实对于一个债权人或者一个股权的投资者来说同样是有价值的。如果我们可以看到这个企业实际上还有相当多可以期待的地方，很显然可能投资这个公司的股票也可能是有利可图的；另一个方面来说，如果我们认为这个企业实际上已经为它未来将要到来的竞争做出了很多必要的准备的话，那么作为债权人来说，他借款给这个公司可能风险也是相对比较小的，所以我们说这个案例，虽然我们主要讨论的是管理层的管理决策，但事实上这样的一个的方法和思路可以应用于各种各样不同的报表的使用者。

我希望通过这个案例让大家对于财务分析和商业社会当中的具体的决策行为大概有了一个相对感性的认识。

习题 1 天马公司 20XX 年末完成的利润表和资产负债表如下所示：
利润表（单位：千元）

营业收入	12000
营业成本	6000
毛利润	(A)
营业费用	(B)
利润总额	(C)
所得税	(D)
净利润	(E)

资产负债表（单位：千元）

资产		负债	
流动资产		流动负债	
现金	500	短期借款	(J)
应收账款	(F)	应付账款	350
存货	(G)	流动负债合计	(K)
流动资产合计	(H)	长期债券	(L)
		负债总额	(M)
固定资产	(I)	股东权益	
		股本	(N)
		未分配利润	800
		股东权益合计	(O)
资产总额	8000	负债和股东权益合计	8000

还有如下已知条件：
（1）应收账款周转率为 10；
（2）存货周转率为 6；
（3）流动比率为 2；
（4）负债占总资产的比率为 55%；
（5）营业费用占营业收入的比重为 40%；
（6）该公司当年没有提取盈余公积，也没有进行利润分配；
（7）20xx 年为该公司成立的第一年。
请根据上述资料，为天马公司完成 20XX 年的利润表和资产负债表。

解答

A: 毛利润= 营业收入- 营业成本= 12000- 6000= 6000

B: 营业费用= 营业收入 X 营业费用占营业收入的比重为 40%= 12000 X 40%= 4800

C: 利润总额= 毛利润 – 营业费用 = 6000 – 4800 = 1200

D: 所得税 = 利润总额 – 净利润 = 1200 – 800 = 400

E: 由于 20xx 年为该公司成立的第一年，且该公司当年没有提取盈余公积，也没有进行利润分配， 所以资产负债表中的当年未分配利润即为利润表中的净利润 800。

F: 应收账款 = 营业收入/ 应收账款周转率 = 12000 / 10 = 1200

G: 存货 = 营业成本 /存货周转率 = 6000/ 6 = 1000

H: 流动资产合计= 现金 + 应收账款 + 存货 = 500 + 1200 + 1000 = 2700

I: 固定资产 = 总资产 – 流动资产 = 8000 – 2700 = 5300

J: 短期借款 = 流动负债 – 应付账款 = 1350 – 350 = 1000

K: 流动负债 = 流动资产 / 流动比率 = 2700 / 2 = 1350

L: 长期负债 = 负债总额 – 流动负债 = 4400 – 1350 = 3050

M: 负债总额 = 总资产 X 负债占比 55% = 8000 X 55% = 4400

N: 股本 = 股东权益总额 – 未分配利润 = 3600 – 800 = 800

O: 股东权益总额 = 资产总额 – 负债总额 = 8000 – 4400 = 3600

本题的技巧在于计算顺序:

首先可以算出 A 毛利润，B 营业费用，E 净利润，F 应收账款，G 存货，M 负债总额

A、B 可以导出 C 利润总额

C、E 可以导出 D 所得税

F、G 可以导出 H 流动资产总额

H 导出 I 股东资产

H 导出 K 流动负债

K 导出 J 短期借款

K、M 导出 L 长期负债

M 导出 O 股东权益

O 导出 N 股本

2 下表是 DSY 公司两年的财务报表，根据该表的数据回答以下问题：

分析造成 DSY 公司这两年的净资产报酬率下降的两个主要因素是什么?

A 净利润率和应收账款周转率的下降；

B 净利润率和财务杠杆的下降；

C 应收账款周转率和财务杠杆的下降；

D 股东权益的增加和财务杠杆的下降。

分析造成 DSY 公司这两年净利润率下降的主要原因是什么?

A 营业成本和营业与管理费用上升；

B 营业成本和财务费用上升；

C 营业成本上升，投资发生亏损；

D 营业与管理费用上升，投资发生亏损。

	2011 年	2010 年
利润表		
销售收入	8,529	4,594
营业成本	-6,805	-3,365
营业与管理费用	-163	-119
财务费用	-158	-24
投资收益	-329	67
所得税	-403	-450
净利润	671	703
资产负债表		
货币资金	363	381
应收账款	1,390	224
存货	609	909
其他流动资产	1,889	662
流动资产合计	4,251	2,176
固定资产	5,228	3,397
其他资产	2,272	1,084
总资产	11,751	6,657
流动负债	2,821	1,262
长期借款	2,386	861
其他负债	714	1,490
股东权益	5,830	3,044
负债与股东权益合计	11,751	6,657

解答：首先计算一下各个财务比率

财务比率	2011 年	2010 年
净利润率	7.9%	15.3%
应收账款周转率	6.1	20.5
财务杠杆比率	2.02	2.19
股东权益占比	49.6%	45.7%
总资产周转率	72.6%	69%

净资产报酬率 ＝ 总资产报酬率 X 财务杠杆比率

＝ 净利润率 X 总资产周转率 X 财务杠杆比率

应收账款周转率不能决定总资产周转率，而净资产报酬率是由 净利润率（效益），总资产周转率（效率）和财务杠杆比率三者决定的。

本题，虽然应收账款周转率下降，但是总资产周转率并没有下降，所以导致总资产周转率下降的原因是净利润率和杠杆比例下降。

解答：将利润表构成项变成其占销售收入比例，

利润表中各项占比	2011 年	2010 年	2011 年较 2010 年
营业成本	79.8%	73.2%	增加 6.6%
营业与管理费用	1.9%	2.5%	减少 0.6%
财务费用	1.8%	0.5%	增加 1.3%
投资收益	3.8%	（1.3%）	增加 5.1%
所得税	4.7%	9.8%	减少 5.2%
净利润	7.9%	15.3%	减少 7.4%

所以，造成净利润率下降的最主要原因可以归结为 营业成本的上升和投资亏损两个因素，相比而言，财务费用的增加影响要小一些。

九、现金流分析

9.1 现金流的来龙去脉说明什么？（1）

我们在第八章的课程当中，其实我们是在讨论如果这个公司没有什么经营的风险（经营风险是说威胁到它生存能力的），那么这个企业的状况将是什么样子的。但是我们必须还需要再来检验一下这个企业是不是真的具有持续生存的能力，所以在第九章的课程当中我们就要来讨论，我们是不是能够从现金流量表的信息当中来判断出这个企业的生存的风险。

（图 P2、3）
在经营的方面，一个企业会有什么样的现金流入，最主要的原因就是因为它销售产品会收到现金，当然如果它需要缴纳增值税，那么它会因为增值税而引起现金的流入。除此之外，还可能会因为税收的返还或者退税这样的原因而有来自税收的现金的流入。在经营的方面，它可能需要采购原材料，它可能需要给工人发工资，除此之外它还需要交税比如说企业所得税，这些东西会引起它的现金的流出。
在投资的方面，当它去投入的时候包括购建固定资产、无形资产，也包括它对外的投资，当它投入的时候就有现金的流出，那么当它把这些投资卖掉的时候也就是处置掉的时候会有现金的流入，当然如果它获得投资的收益也可能会产生现金的流入。
在融资的方面，我们说过一个企业无非就是两种融资方式，一个是债务一个是股权，无论是哪种融资方式融入资金的时候，现金就流入了。如果是债务的融资，它需要还本付息；如果是股权的融资，它可能要给股东分红。
这就是我们现金流量表的基本的一个结构。

我们说过整个现金流量表其实最终的现金净流量，也就是所有的现金流入减去所有的现金流出，这个数字实际上就是表明了这个企业的现金的增减变化。那么这个增减变化，其实我们完全不需要现金流量表就可以了解到，也就是说我们在资产负债表上我们去看货币资金的年末有多少数，年初有多少数，把它们俩一减我们就知道这就是现金的增减变化的数额。所以其实我们完全不需要现金流量表就可以知道现金的增减变化的情况，这也就是说其实我们需要现金流量表并不是为了想要知道它的增减变化是多少，而是想要知道这个增减变化产生的原因是什么，也就是我们说的现金的来龙去脉。
这就意味着当我们去看现金流量表的时候，其实那个总数可能不是我们最关注的，相反可能是内部的结构反而是更重要的一个信息。

我们先来看经营活动的现金流。我们把经营活动的现金流分成两类状态，一个是比较好的我们用一个+来表示，一个是比较差的我们用一个-来表示。投资和融资的现金流它们也有正负两种状态，所以大家可以看到我们现金流的构成情况来讲一共就可以把它分成八种状态。在这八种状态之下这个企业的状况可能是什么样的？

序号	经营现金流	投资现金流	融资现金流	分析重点
1	+	+	+	
2	+	+	-	
3	+	-	+	
4	+	-	-	
5	-	+	+	
6	-	+	-	
7	-	-	+	
8	-	-	-	

我们先来看其中的第二种状态。这第二种状态，这个企业是个什么样子呢？我们可以看到它的经营活动现金流是正的，表明它的经营活动现金流不错，这表明经营活动当中它靠销售产品收到的钱足够去支付它去采购、发工资和交税的，那也就是说，经营活动它是可以自给自足，换一句话来说，它的经营活动是具有造血机能的。这样的经营活动的现金流通常我们认为，表明它的经营活动是比较健康发展的。

我们可以看到这个企业的投资活动现金流同样是正的，这意味着这个企业它是在净流入的现金流、在投资的方面，说明它这时候可能有处置资产收到的现金，也可能有获得投资收益所收到的现金。总体来说，这种可能性更大的可能是获得投资收益，因为这个企业的经营活动是很不错的，它可能并不太需要去处置资产。

现在这个企业的融资活动现金流是负的，负的说明它是净流出，这个净流出就意味着这个企业或者可能在给银行还钱、还本付息或者可能在给股东分红。

我们来总结一下,这是一个什么样的企业呢？它现在经营活动进行得应该说还是很健康的，然后它在投资的方面也获得一些收益，除此之外这个公司再拿一些钱去给银行还钱或者给股东分红。那大家说这个企业你觉得它像一个什么样的发展阶段的企业呢？它是一个初创阶段的、还是高速成长的、还是成熟的、还是衰退阶段的呢？

我们来思考一下的话我们就会发现，如果它的经营活动可以创造比较好的现金流，它的投资还会有额外的收益，它现在要去给银行还钱或者给股东分红。通常情况下，这个企业可能处在一个成熟阶段，换句话讲，作为一个成熟阶段的企业这样的一个现金流状况可能是比较正常的、比较健康的。

以第二种状况作为一个标准我们就可以来讨论一下第一种状况。跟刚才第二种情况不一样的地方是，它现在的融资活动现金流变成了一个正数，换句话讲它在净流入资金，那也就是说它是在融入资金的。这样的一个企业它为什么要融入资金，你觉得它哪个地方需要钱？我想大家可能很容易得出的一个答案是这个公司要投资所以它需要融入资金，因为通常我们都觉得企业为什么要融资，那是因为它有投资需要。可是我们来看看这个企业，我们知道当这个企业它去进行大规模的投资的时候，通常来讲它有大量的投出的资金，这个时候可能就会使得它的投资活动现金流是负的，可是我们现在看到的这个公司它的投资活动现金流是正的，这就意味着至少在现在这个阶段，这个企业并没有大规模的投入的现金的流出。当然有一种可能性是这个企业可能很快就需要进行一个大笔的投资，所以它现在正在为这个投资做融资的准备，也就是说这个企业可能很快就会变成我们这个上面所看到的第三种情况。但是有没有可能这个企业并没有什么大的投资的计划呢？大家可能就会觉得如果它没有大的投资计划，它现在经营活动的现金流又很充裕，那它为什么要融资呢？

第一种企业，当它没有大的投资计划的时候它还在大量地融入资金，我们说现实中确实有这

样的企业，为什么会存在这样的企业呢？可能原因会比较复杂，比如说在中国，民营企业它们融资的渠道是比较有限的，这就有可能使得它在能够获得资金的时候，它会可能并不考虑那么多我为什么需要这个钱，它可能先把钱拿过来为了防备它以后需要资金的时候资金不足。当然也有一些企业它可能融入这个资金就是带着一些不良的动机，比如说它可能准备把这个钱转给一些什么关联企业，实际上这也就是我们平时经常在新闻媒体上可以看到的，有一些公司它们存在一些掏空的这样的一种行为。

所以总体来讲我们说第一种类型的企业，如果它没有大的投资计划，不管它是因为融资的渠道有限，所以它需要额外的融入一些资金。还是因为这个企业有一些不良的动机存在，无论怎么样，它这些资金进来即便它是放在企业里没有动，我们知道它也会稀释这个企业的盈利能力，对这个企业的长远发展来说，并不一定是那么有利的。
这两种企业（1、2）我们可以看到它们都处在一个成熟阶段的状态，只不过它们融资的安排是不一样的。所以我们可以看到，它们可能意味着这个企业，可能像第二种企业它是比较正常、比较健康的，而第一种企业我们可能需要更多的了解它这个融资到底是要干什么，对这个企业未来可能会产生一个什么样的影响。

刚才我们说这个企业（1）也可能很快就会变成第三种公司，因为它可能会有一个比较大的投资的计划，这样的话可能接下来的一年，这个企业就会变成第三种状态也就是说它的投资活动现金流是负的，也就是它净流出在往外投资。这个企业是一个什么样的状态呢？我们可以看到它的经营活动是完全可以自给自足，并且还可以创造额外的现金，同时它要再融入资金，那它把这些钱干什么了。它拿去做投资了，这就是我们说，这时候这个企业很显然最需要关注的问题肯定是投资，因为它把它经营的钱和融资的钱都拿来去做投资了，那么这个投资投得怎么样、会产生什么样的效果直接就关系到这个企业未来的发展。

当我们说到一个投资的风险的时候，我相信大家最容易想到的一个问题就是投资方向的选择，因为我们看到有太多这样的例子了。这个企业可能原来做得不错，但是恰恰就是因为一个失误的投资方向的选择，可能使得这个企业永远没有了翻身的机会。但不是说，在投资方向选择正确的情况之下一个企业就没有风险了呢？我们当然说的是投资方向的风险，我想可能并不是这样，我们来看一个相反的例子，比如说在中国，曾经有过一个非常有名的一个做方便面的企业，这个企业它推出了一个全新的一个概念，我们知道方便面通常都是油炸炸出来的，我们通常都认为油炸的食品是不利于健康的，这个企业它推出了一个新的概念就是它用非油炸的方式来生产方便面，因为这样的一个相对健康的一个理念使得这个品牌在市场上迅速地得到了认可，它在竞争激烈的方便面市场迅速地挤入了前五名销量。这样的一个位置，这样的一个成功，就使得这个企业要扩大产能。我们说它的这个投资其实就是在它熟悉的原有的主业这个领域去做投资，它并不是去做多元化的投资，如果它的主业发展得好，我们说这样的投资其实是一个风险并不大的投资。事实上这个企业在做这些投资的时候，它的主业一直发展得很不错，但是最终这个企业却因为资金链断裂而破产了，它破产的时候到了一个什么样的情况呢？最后法院去查封它的银行账号的时候，这个银行账户里只有 3000 块钱，所以很显然这个资金链是彻底的断裂了。那为什么会到这样的情况呢？实际上在到它破产的时候为止，它的主业的经营都还是很不错的，它在市场上的市场占有率都还保持原来的状态，销售的回款状况也很好，那为什么这样的一个企业却会走上破产的境地呢？其实原因很简单，就是因为它的投资规模扩张得太快，那么投资规模扩张很快的时候，我们知道投资它是需要一个周期才能够产生效益的，在产生效益之前实际上都是在往外流出资金，那么这时候这些资金从哪儿来呢？就要靠它自己经营活动所创造的现金以及它融资能力来支持，那么很

显然，如果它的投资规模扩张得太快就有可能导致它的经营和融资的这种创造现金的能力，难以支撑它的投资的现金的支出。这时候就可能出现资金链断裂，而资金链断裂就可能使得一个本来有很好的发展前景的公司可能就不再具有后续的发展的机会了。所以我们说，对于第三种公司来说，很显然投资风险是我们最需要关注的一个风险。而投资风险并不仅仅存在于投资方向的选择，其实也包括在投资过程当中怎么去有效的控制这个规模和节奏，使得资金保持在一个相对安全的一个范围之内。应该说这是我们第三种类型的企业，这种企业因为它的钱都拿去做投资了，所以我们说这时候最重要的风险来源是在投资方面。

习题 9.1 A 公司近年来经营活动现金流均大于 0，投资活动现金流在前几年为负，但是最近三年均为正，你觉得 A 公司最有可能处于生命周期的哪一发展阶段?
A 初创阶段
B 成熟阶段
C 衰退阶段
D 不足，无法判断
解答：经营活动现金流为正，投资活动由负转正，融资活动没有告诉我们，可以判断该企业有自我造血机能，同时开始回收投资，产生收益，所以是处在成熟阶段。

9.2 现金流的来龙去脉说明什么？（2）

现在我们来看第四种公司，第四种公司跟第三种公司其实也是只有一个差异，这个差异就在于它的融资活动现金流现在变成了负的，也就是说这个公司实际上是在还钱的。我想先问大家一个问题，就是你觉得第四种公司它相对于第三种公司来说它的风险是变大了还是变小了呢？
你会发现这个问题其实好像怎么说都行，我可以说它变大了，因为它用钱的地方更多了；我也可以说它变小了，因为这个企业已经在还钱，实际上也就意味着它在控制风险了。那这个时候我会非常关注什么呢？我会非常关注它的净现金流，换句话说，也就是它的经营投资和融资最后的总和是什么样的。那我们来想一想，如果这时候它的净现金流是负的，那说明它实际上它的现金是在减少的，也就是说它在消耗它的现金的存量。我们说任何企业都既可能会增加现金也可能会减少现金，但是当它在消耗它的现金的存量的时候，这个时候这个企业的资金链相对来说就是比较紧的，那也就是说，如果这个时候它的净现金流是负责的，那这时候在提醒我们关注，是不是这个公司资金链太紧了，我们需要重新地去考察，它的投资是不是应该更好地控制规模和节奏来防止自己资金链出现问题；如果现在它的净现金流是正的，这意味着什么呢？大家可能会说这个企业很不错，为什么呢，因为它其实把风险都控制在它可以掌控的范围之内，因为经营活动的现金流，我们说是最可靠、最稳定的一个现金来源。我们靠经营活动去支撑它的投资和融资，并且还有资金的余量，这就说明这个企业实际上已经在控制风险，控制在它可以掌控的范围之内。但是我们说是不是经营活动真的就永远这么可靠、这么稳定呢？其实可能未必是这样的。
我给大家举个例子，比如说在 2008 年的时候中国的房地产行业就经历了这样的一次变化。在 2007 年的时候，整个的房地产行业形势非常得好，房价也上涨了很多而且尽管房价在不断地上涨，房子的需求仍然很大，一个楼盘开出来可能很快就被抢空了。但是在 2008 年的时候受到整个全球金融危机的影响，整个房地产的销售的市场，就迅速地变冷，而且这个时间大概持续了差不多不到一年半的时间，在这段时间里我们可以看到对于房地产公司来说，

它经历了一个外部的市场冲击使得它的经营活动肯定是受到了不利的影响，很显然它的经营活动现金流会恶化。

如果我们刚才看到的一二三四这四种情况，如果它们的经营活动现金流恶化，恶化到最坏的程度会变成负的，那么一二三四就分别变成了五六七八。在五六七八这四种情况当中我们可以看到，很显然是第八种是最可怕的。

第八种是什么样子的呢，就是这个公司光有往外出的钱，没有往里进的钱。这就意味着如果没有任何改变的话，那这个企业就什么时候把手头的钱花光，什么时候就结束了。那这第八种情况是从哪儿变来的呢？恰恰就是从我们刚才说的第四种变来的。我们刚才说如果这个公司没有任何变化，它就只能是等着把自己手里的钱花光然后这个公司就关门了，可能有什么变化呢？我们看无非就是三种可能，要不然就是经营活动现金流变成正的，也就是说回到第四种；第二种可能就是投资活动现金流变成正的，那也就是变成第六种；第三种可能就是融资活动现金流变成正的，那也就是变成第七种。

可是我们知道，这其中的第六种事实上基本上是达不到的。因为第六种是什么意思呢，就是现在我还在往外投资，但是很快我就可以变成，这个投资就获得投资收益了，我们说这个通常是做不到的，唯一可以做到的就是最后实际上是我把这些投资给变卖了。我们知道，一般来讲企业不到万不得已是不会做这样的事情的。

那么变成第四种，也就是说让经营活动现金流变成正的，那靠什么呢？如果市场没有转暖的话，那只能靠什么呢？我们观察到一些非常著名的房地产公司他们开始打折卖房子，最高的候打到七折，为什么要打这么大的折扣去卖房子，是为了快速地回收现金。因为如果不这样做的话，资金可能就出现问题。

我们知道要变成第七种就需要去融资，但在那个时间段为了控制房地产市场过热，中国政府当时出台了一个政策，就是银行不能够给房地产公司提供开发性的贷款，就是说这个房地产公司如果是用于开发一个新的项目而去贷款的话，银行是不能够提供这种贷款的，那也就是说，实际上通过银行贷款来为自己缓解这个资金的需要可能也是非常困难的。那么同时，中国的股票市场当时，中国证监会也出台了一个规定就是说所有的房地产公司的上市暂停进行，这样一来的话，实际上对房地产公司它们的融资渠道也设置了非常严格的障碍。我们可以看到在那种情况之下，出现了什么现象呢？我们就看到一些房地产公司实际上它就开始去一些非银行金融机构借款，比如说一些信托公司这样的一些企业来进行借款，但是这种借款它的利率就明显地要高于正常的银行贷款。因此也就是说，它需要承担额外的资金成本来帮它渡过这个资金的难关。

当然在我们上一次所经历的 2008 年的这一次房地产行业的变化过程当中，实际上在一年多之后这个市场就回暖了，所以对于这些企业来说它经历的这个打击这个时间并不太长，所以虽然有一些公司死掉了，但是实际上大部分公司还是在这个过程中通过一些其他的努力帮它们度过了这个难关。那我们可以想象，如果这个时间变得更长的话，也可能我们就会继续看到一些公司开始去变卖它的这些投资了，甚至于在变卖投资之后如果这个资金仍然不能够得到缓解的话，那么接下来可能就看到一些企业破产了。所以我们说，对于第四种公司来说我们会发现这个经营活动反而变成了它首当其冲的风险，虽然它同样在做投资，我们同样会关注它的投资的风险，具体来说就是会关注它投资投到什么地方去了，同时我们也会关注它这

个投资过程当中它的规模和节奏的把握是不是控制在它可以承担的资金的范围之内。但是我们会发现第四种公司，它还有一个额外的更重要的一个需要关注的问题就是它的经营活动，因为这个企业它所有的现金流是维系在它的经营活动上的，所以经营活动如果有一些风吹草动，马上就会把它原来看似很健康的现金流的状况变成一个不堪一击的状态。所以我们说，对于第四种公司来说，经营的风险反而变成了首当其冲的风险。

当然很显然，每个行业的经营的风险状况是不一样的，那么对于像房地产这样的本来就是跟宏观经济密切相关，跟经济形势密切相关的这种行业，它就更需要考虑到它的经营的风险，相对来说对于一些相对稳定的行业来说，它的经营风险相对比较小，这个时候它相对来说可以把它的资金链拉得紧一点。但是对于那些风险比较大的行业来说，它就需要留下更多的资金余量来帮它应对那些随时可能出现的不时之需。

我们会看到虽然第四种公司，它们同样在做投资，它跟第三种公司非常相似。但是这个时候它除了投资的风险之外，实际上它的经营的风险变成了一个更加需要关注的一个问题。

不管怎么说，我们刚才看到的一二三四这四种情况，它们有一个共同的优点就是它们的经营活动的现金流，至少还都是不错的。接下来我们要看的就是经营活动现金流是负的，五六七八这四种情况了。
通常在企业的哪一个发展阶段，它的经营活动的现金流可能会是负的呢？
经营活动是因为它的销售产生现金的流入，它采购发工资交税产生现金流出。所以如果这个经营活动现金流是负的，通常的原因就是因为它卖东西可能收不到那么多的钱，但是它买东西还要花那么多的钱，所以通常来讲，可能是在什么样的阶段会更容易出现这样的情况呢？
一般来说可能在这个企业初创的时候，因为它的市场的竞争力不足，所以这时候它可能出现经营活动现金流是负的状态；而另一种情况，可能就是在衰退的阶段，因为在衰退的阶段市场竞争太激烈了，就有可能东西卖不出去或者卖出去的东西收不回来钱。

作为一个初创阶段的企业，它的经营活动现金流会是负的，那么它的投资活动现金流会是什么样子的呢？我们知道作为一个初创阶段的企业，它肯定要不断地投资让自己长大，所以这个时候它的投资往往是往外投的，也就是说投资活动现金流可能应该是负的。如果它的经营和投资都是负的，那这个企业靠什么活下来呢？很显然，是要靠融资，所以这就意味着一个初创的企业通常来讲，它应该是我们的第七种现金流，它的经营和投资都是负的，只有融资是正的。这就意味着，我们的五和六在正常情况下，它应该不是一个初创阶段的企业很有可能，它的经营活动其实已经走向了衰退。

比如说我们看第五种，我们看到这个公司投资活动现金流是正的，大家会推断它肯定有投资收益，所以它其实产生了另一个现金的来源，而这个投资收益很可能是可以持续的，所以实际上虽然这个企业经营活动现金流是负的。但是其实，它有一个可持续的现金来源，但是当我们做这个判断之前其实我们需要特别小心，我们必须首先去看看什么呢？我们回忆一下，刚才我们看到的，投资活动的现金流入都有什么呢？我们会发现投资活动的现金流入，有两个类型：第一个类型就是处置资产，无论是处置固定资产、无形资产还是处置对外投资；第二个类型是投资收益。很显然如果这个公司的投资活动的现金流入是来自于处置资产那我们刚才的判断就不对了，很显然，这个企业目前只是在处置它现有的那些可能盈利状况不好的一些资产，但是它其实并没有找到一个可以给它带来未来持续现金流入的一个项目，所以这个公司其实未来的风险是相当巨大的。

当然这个投资的现金流入还有可能是来自于投资收益。那么大家可能会说如果是投资收益那我们刚才的判断就对了。但是这里还需要特别小心，在于什么呢？这个投资收益，实际上还有两种可能，一种可能是金融性资产的投资收益，比如说这个公司它去年买了一个股票，今年它把这个股票卖了而且正好这个股票涨价了，那么这个时候它就会有一笔投资收益，当然我们会看到这种投资收益它运气的成分是很大的，它不一定是一个可持续的一个利润的来源，当然也不一定是一个可持续的现金的来源，所以在这种情况下，所获得的投资收益仍然不能够减少这个公司的风险。

那么只有什么情况之下我们刚才说的才对呢？只有当这个投资收益是来自于实业性投资的投资收益的时候，我们刚才的判断才是正确的。比如说它有一个子公司，这个子公司给它分红这就叫一个实业性投资的，投资收益。如果是这种情况之下所获得的现金流，那我们知道它其实是可持续的，那也就是说这个公司虽然表面上看它的经营活动现金流是负的，但事实上其实这个企业已经转型了，它的业务已经转型到了投资的那个业务上，所以这个时候实际上这个公司是可以获得未来持续稳定的现金来源的。所以虽然表面上看它的经营活动现金流是负的，但是事实上它和那些经营活动现金流是正的公司没有明显的差异。这是第五种情况。

我们可以看到如果是第六种情况，这个公司它是在变卖资产同时还要还债，这个公司肯定日子是非常难过的。通常来讲，一个初创阶段的企业会是第七种状况，那么是不是说第七种状况都一定是初创呢？很显然不是，为什么呢？因为我们刚才说过经营活动现金流是负的，它这个原因有两种可能性：一种可能是初创；还有一种可能是衰退。那也就是说作为一个衰退的企业，它同样可能是第七种现金流。我们来想一想这个时候它也在投资，它在投什么呢？或者大家觉得它该投什么呢？它是不是应该投新的业务，也就是它应该去找一个新的业绩的增长点，换句话讲，它应该去做转型？确实如此，但是我们来想一想，如果这个公司在这个时间去做转型的话，你认为它是不是一个恰当的时机？很显然不是，它太晚了。为什么我们说这个时候去做转型太晚了呢？因为我们知道做一个转型的投资，它首先充满了风险，其次它需要很多的资金，而且它需要时间，那么现在这个公司自己有没有钱呢？我们看到它已经没有钱了，它的经营活动现金流已经变成负的了，它已经进入到了衰退的阶段，它现在拿什么去找这个转型所需要的资金呢。看来只有唯一的一条路，就是靠融资。当然我们来想想，银行也好、股东也好，愿意给这样的企业投资吗？实际上是不太愿意的。因为这个企业充满了风险和不确定性，所以通常来讲，大家并不愿意给这样的企业投资，所以这个时候这个企业的融资实际上是比较困难的，这就是为什么我们说，第七种情况如果它现在是在做转型，它做的是对的，但是它做的太晚了。那么它应该在什么时候做？我们说应该在经营活动还是正的时候，也就是第三种那个情况的时候它去做。那个时候未雨绸缪，虽然我们说投资永远充满了风险，但是早做会比晚做会更有灵活性，更有改变的一些余地。

那么这个第七种公司它这个投资，是不是真的都去投到转型了呢？其实我们会发现也并不是这样的，我们会看到现实中有很多这样的企业实际上它们这时候的投资，在投什么呢？它在扩大产能，也就是说它认为它的经营为什么会陷入困境是因为产能不够，但事实上我们会发现这样的想法是完全错误的。为什么一个企业它的经营会走到衰退的阶段？恰恰就是因为竞争过于激烈，而我们说过竞争激烈的背后，永远都是供过于求，换句话说，产能相对于需求来说过剩了。在这种情况之下如果继续扩大产能，我们不是说必然会这样，但是很有可能投得越多可能这个公司死得越快。所以我们说，对于第七种公司来说，实际上它投资投到哪儿去是至关重要的。但是即便它是投到转型，虽然它的方向是对的，但是它成功的风险仍然是相当巨大的。

我想第八种公司我们不用多说了，没有任何一个企业可以长期地处在第八种状态。

此我们就可以看到，从现金流构成的八种状态当中，我们可以看到不同状态下的企业，它实际上具有不同的风险特性，它处在不同的发展阶段，我们最需要关注的这个企业的风险来源可能也是不一样的，这个实际上就是现金流量表它通过这样的一个构成，告诉我们的一些关于公司风险的信息。

习题 9.2 X 公司最近两年的经营活动现金流均从原来的正数转变为负数，投资活动现金流则一直大于 0，你认为 X 公司的主营业务最有可能处于生命周期的哪一发展阶段?
A 初创阶段
B 高速成长阶段
C 成熟阶段
D 衰退阶段

解答：经营活动现金流由正转负，说明主营业务开始衰退，投资活动现金流一直大于 0，有可能是处理相关资产，为下一个新业务做转型准备。D

9.3 利润和现金流产生差异的原因

我们在前面的课程中曾经看到过一个例子，那个公司它在那一年里面获得了 520 万的净利润，但是它的经营活动现金流是-500 万，所以当时我们提过一个问题：为什么有的公司有钱不赚钱，为什么有的公司会赚钱而没有钱？那么到底这个企业状况如何呢？

案例（虚构）：
某公司始终保持完全一样的经营状况，每年的净利润均为 20 万元。而且其收入全部为现金收入，费用全部为现金支出，所以其现金流量同样是每年 20 万元。它的现金的净流量跟净利润是相等的同样是 20 万。
对上述情况产生影响的唯一因素是该公司支付现金 50 万元购买了一台设备。预计设备寿命 10 年，10 年后无残值。

所以我们假设一个 50 万的设备用 10 年，一般来说我们可能每年提 5 万的折旧，这 5 万的折旧它会作为一个减少利润的因素，所以将会使得它的利润就不再是原来的 20 万了，而会变成 15 万。可是我们知道折旧并不需要给谁付出钱，所以折旧这件事并不影响它的现金流。因此这个时候我们就会发现它利润等于现金流的状况就被打破了。

那我们就来分析一下，在买了这个设备之后，整个这个设备可以使用的 10 年当中，这个公司的利润表、资产负债表以及现金流量表会发生一些什么样的变化呢。

假设设备是在这一年的一月一号买的，这一天这个公司的资产发生了什么变化呢？
公司资产的总量是不变的，只有资产的结构是变化的，即由 50 万的现金转化为 50 万的固定资产。

如果我看 12 月 31 号这一天和上一年的 12 月 31 号，也就是我没有买设备之前的状态去比较的话，那我的非货币资产就并没有增加 50 万而是只增加了 45 万，也就是说我的非现金资产（买设备的这一年叫第 0 年）在这第 0 年，它年末，相当于上一年的年末，增加的数额是 45 万，在以后的 9 年当中，因为刚才我们说过这设备一共是 10 年，在第一年买设备的当年已经用掉了 1 年，所以它在这剩下的 9 年的时间里面，这个公司的非现金资产会发生什么样的变化呢？很显然，因为每年要提 5 万的折旧，而这个折旧我们是认为这个资产在这一年被用掉了 5 万，所以这个资产就会因为计提折旧而每年减少 5 万。那么减少的这 5 万是什么呢？它实际上就变成了我这一年的相关的或者成本或者费用，所以在以后的 9 年当中我的非货币资产会发生什么样的变化呢？会每年递减 5 万。
这就是我们的利润表和资产负债表在买了这个设备之后所发生的变化。

我们现在再来看一看现金流量表。我们说在第 0 年我买这个资产的时候，我的现金流会发生什么样的变化呢？本来这个公司正常的现金流是一年 20 万，现在我多支付了 50 万的现金出去买这个设备，所以这个公司今年的现金的净流量会因此而减少 50 万，那么 20 万-50 万，所以最后的结果是这一年的现金净流量会变成-30 万。在以后的 9 年当中，它的现金净流量会是什么样的呢？如果我们假设买设备本身并不影响公司其他的现金流的话，那我们知道在买完设备之后，现金流就不再有任何其他的变化了，所以它仍然保持原来每年 20 万的状态，也就是说在以后的 9 年当中现金流仍然是 20 万。那我们就可以看到很明显在买了这个设备之后，在整个这个设备可以使用的 10 年的时间当中，这个公司的净利润和它现金的净流量都不再相等了。

那么它们差了多少呢？我们可以来算一算，我们用净利润减去现金净流量，我们可以看到在第 0 年净利润是 15 万，现金净流量刚才算出来是-30 万，那么 15-（-30），我们可以得到这个差额是 45 万。在以后的 9 年当中，我们的净利润每一年都是 15 万，但是现金流，现金的净流量每一年都是 20 万，所以 15-20，这个结果是-5 万，这个就是我们的净利润和现金净流量之间的差异，这个差异在第 0 年的时候是 45 万，在以后的每一年都是-5 万。

我想大家很容易就会发现了我们这里一共有四行数字，其中有两行数字是完全相等的，一个就是非现金资产的变化，另一个就是净利润和现金净流量之间的差额。实际上我们说这并不是一个巧合，其实这就是我们三张报表当中一个非常重要的内在联系，这个内在联系是什么呢？就是我们的利润和我们的现金净流量之间的差额永远都等于我们资产负债表上除了现金之外，其他资产和负债的那些变化。

9.4 利润和现金流相对重要性的会计分析

我们先来用刚才这个例子再进一步来解释一下为什么会出现这样的一个结果。

首先我们说，在买设备的这个时间点我们支付出去 50 万的现金。买了一个设备因为我支付 50 万的现金出去，所以我们在现金流量表上就会记一个 50 万的现金流出，但是我这 50 万的现金流出没有影响我的利润表，因为我认为这个 50 万是用来买设备的，所以它不会出现在利润表上。因此我把它记在了资产负债表上，我在资产负债表上记了一个固定资产。这个时候我们就会发现因为在现金流量表上记录了这 50 万的支出，但是在利润表上却没有体现，所以利润跟现金流就不一样了。那么它们俩的差额正好是我放到资产负债表上的这个 50 万。所以在我买设备的这个时间点上，利润跟现金流的差异正好就是资产负债表上所增加的那个 50 万的资产。

那么在资产使用的过程当中是什么样的情况呢？
在资产使用的过程当中，我们有额外的现金的支出，所以现金流量表没有任何的表现。那这时候发生了什么呢？我们说有折旧，这个折旧就是我认为在过了一年之后我这个资产实际上被用掉了 5 万，每过一年这个资产被用掉了 5 万，所以这个资产就越来越少。那么被用掉这 5 万的资产它变成了什么？它是我这一年下来我在使用这个资产过程当中所耗费的费用或者叫成本，因此这个时候我们会发现在利润表上，我们体现了这个 5 万的成本或者费用，而在现金流量表上没有任何的反映。所以利润和现金流又不一样了，而它们所产生的差异恰好就是我们资产负债表上所减少的那部分资产。

那现在我们来设想一下，假设我现在仍然是花了一个 50 万出去，但是我这 50 万并不是去买设备了，比如说我去做广告了，这个时候这 50 万记在哪儿呢？那很显然它应该是一种费用，具体来说它实际上是一种营业费用。那这个时候我们就会发现现金流量表上会体现一个 50 万的现金的流出，同时在利润表上会体现一个 50 万的费用，而资产负债表没有任何的变化，所以我们会发现这时候利润表和现金流量表没有任何的差异，它们都反映了这 50 万的支出，但是资产负债表没有任何变化，所以它同样满足刚才的关系，就是利润和现金流的差额正好是我的非现金资产和负债的变化。

其实作为一个企业来说，它每天都会有各种各样的现金的支出，但是这些现金支出我们都可以把它大概归结成两个大类，一类是我们叫做对未来有用的，比如说买设备的；一类是只跟现在有关系的，比如说做广告的。
我们就会发现无论我的这个支出是跟未来有关系的还是只跟现在有关系的，我们在现金流量表上都会体现这个 50 万的支出，但是我们到底是把这个支出体现在利润表上还是体现在资产负债表上，就要看这个支出是跟未来有关系的还是只跟现在有关系。
对于那些对未来有用的支出，我们说这是一个资产，我们把它放在资产负债表上。
而对于那些只跟现在有关系的，我们说它是一个费用，把它放在利润表上。

这三个报表是一个什么样的关系呢？
它们是两个体系，一个体系就是现金流量表这个体系，另一个体系就是由资产负债表和利润表共同构成的这个体系。这两个体系实际上都记录了这个企业所有的现金的流入和流出，但是在左边这个，现金流量表这个体系里面，我们不考虑到底这个支出是跟未来有没有关系的。在右边这个体系里面，我们先要去问一句话，就是这个支出是跟未来有关的还是只跟现在有关系，那么对于只跟现在有关系的，我们放在利润表上；对未来有用的，我们放在资产负债表上。这样一来的话我们就会发现，两个体系描述了同样多的经济活动，但是它描述这个经济活动的方式是不一样的。在现金流量表这个体系里面它不管这个经济活动跟未来有没有关系，而在资产负债表和利润表构成这个体系里面，它要按照这个经济活动是不是跟未来相关这个标准把它分门别类地体现在两个不同的报表上。

利润表和资产负债表它们共同构成的这个体系，它之所以好是因为它们提供了一个额外的信息，就是一个企业的经济活动，这一项经济活动跟未来有没有关系，正因为它提供了额外的这样一个信息，所以它比我们的现金流这个信息要更多，所以我们更关注它。但是之所以多提供了一个信息会更好，实际上它需要一个前提。这个前提非常简单，就是它多提供的这个信息是一个正确的信息，如果它额外多提供了一个信息但这个信息是错的，我相信其实还不如没有这个信息。

那么实际上我们整个资产负债表和利润表它赖以存在的基础就消失了。这个时候，这个报表所提供的信息就失去了它真正的意义，那也就是说，如果我们有一些东西，我们说它对未来有用，我们说它是资产，但实际上这个资产其实它的价值已经不存在了，它已经不再具有一个资产的价值了，什么样的情况呢？我们过去说过有很多资产它们会减值，比如说我的应收款收不回来了，比如说我的存货卖不掉了，比如说我的固定资产可能过时了，这些东西都会减值。但如果这些减值的东西我们仍然放在报表里作为资产出现，这就意味着我们的资产就不对了。而资产这个信息不对直接就会导致我们的利润信息不对，所以这个时候你就会发现

我们的整个资产负债表和利润表这个体系就出现了问题。而一旦它出现了问题，这个时候你再去通过利润表和资产负债表来判断一个企业的状况就会出现错误，这个时候我们就会发现，现金流所提供的信息是更加重要的。

所以总结来说，我们说利润跟现金流到底哪个更重要呢？其实通常来说，如果我们的资产它们的价值都是有保证的，那么很显然利润是更重要的。但是一旦我们的资产出现了贬值而它仍然放在报表上，这个时候利润的信息就错了，现金流的信息就变得更加重要了。

习题

9.4 以下哪种支出会导致净利润和净现金流之间产生差异?
A 支付上个月的员工工资 ——现金流出，同时净利润减少
B 支付现金采购原材料，并且所购入的原材料在年末还有剩余 ——现金流出，但是净利润没发生改变
C 支付当年度的广告费 ——现金流出，同时净利润减少
D 支付现金用于进行技术研究，并且成功研制出一项新技术 ——现金减少，研发费用增加

9.5 案例分析

(In million Yuan)

	A	B
经营	-320	-1550
投资	-230	-1160
融资	1090	1470
合计	80	-1240
净利润	320	900

我们先来看 A 这个公司。这家公司我们可以看到，它这一年的经营活动现金流是-3.2 亿，投资活动现金流是-2.3 亿，它主要的现金实际上是来自它的融资活动，超过 10 个亿。它三样现金加在一块它的净现金流 8000 万，但是它今年的净利润却是正的，而且还不错，有 3.2 个亿的净利润。很显然这个公司是一个什么样的状态呢？

它有利润，也就是我们说的它是赚钱的。但是它的经营活动现金流是很大的一个负数-3.2 亿，这说明它的经营活动实际上是自己不能养活自己的，也就是我们说的它是没有造血机能的，它需要别人来给它输血。具体而言这个公司能够给它输血的唯一来源实际上就是它的融资，也就是说它实际上是在靠它的融资来养活它的经营活动的。这就是我们说的“一个赚钱却没有钱”的公司。

为什么会出现这样的情况？

这样我们就首先来解释一下净利润跟经营活动现金流为什么会产生差异呢。
我们已经知道了利润跟现金流产生差异的原因永远都是因为资产负债表上那些非现金资产和负债的变化。
而现在我们要讨论的是净利润和经营活动现金流产生差异的原因。
我们就需要把它分成两个层次，首先如果我们能够把净利润变成经营活动的利润，然后我们再去看经营活动的利润跟经营活动的现金流之间它们有什么差异。
所以我们把它分成两个步骤，第一个步骤是净利润跟经营活动的利润这个中间的差异。这个中间的差异是因为一些非经营活动产生的一些利润，比如说营业外收支、财务费用等等，这些都是非经营活动产生的利润。但是就这家公司而言，它的财务费用和营业外收支对这个公司利润的影响都并不大，所以我们现在所看到的这个净利润它和经营活动的利润之间的差额并不明显。

所以接下来的第二个问题就是，经营的利润和经营的现金流为什么会有差异？
导致它们产生差异的原因，就应该是资产负债表上那些跟经营相关的资产和负债的变化，资产负债表里比如说应收账款、预付账款、存货；负债里比如说应付账款、预收账款。这是我们最常见的一些跟经营相关的资产和负债，也就是说是这样的一些资产负债，它们的变化会导致经营的利润跟经营现金流之间的巨大差异。

那么具体而言，如果这个公司是有利润但没有现金流的话，最常见的原因可能是什么呢？
比如说我卖出去的东西没有收回来钱，所以这个时候利润可能不错但是现金流并不好。
如果我卖出去的东西没有收回来钱，有一样资产会增加——应收账款。
我买进来的东西没有卖掉，或者我生产出来的东西没有卖掉。都是需要花钱出去的，但是没有卖掉这个东西，它放在存货里，所以它并不影响我们的利润表，它既不增加收入也不增加成本，所以它对利润没有任何的影响。但是，它因为买这些东西花了钱，可是这东西没有卖掉这个钱收不回来，所以我们就知道经营活动的现金流会有额外的支出。所以这个时候我们仍然会看到利润比现金流要好。

我们去看这个 A 公司的资产负债表，它到底哪些经营性的资产负债发生了变化呢？
我们发现有两个项目变化是最大的，第一个项目就是存货，这个公司的存货在这一年增加了 3 个多亿；第二个项目就是它的应收账款，应收账款在这一年增加了 1.5 个亿。

那为什么这个公司的存货和应收款会增加这么多呢？
这个企业是生产一种电子书的阅读设备或者我们叫电纸书。它曾经在 2010 年的时候是销售非常火爆的，当时的市场销售情况特别的好。但是到了 2011 年的时候，当时随着智能手机和平板电脑的发展，那么这个电子书这个阅读器就开始遇冷了。事实上我们知道随后实际上这个东西变得越来越没有市场了，在这种情况之下我们看到这个公司的存货和应收款增加了很多。
我们刚才看到的这恰恰就是 2011 年的报表，这时候我们看到它的应收款和存货增加了很多，怎么去解释这种增加呢？
我想正常的一种理解就是，因为受到了替代产品的威胁，所以它的产品的销售遇到了问题。同时它的收款当然也遇到了一些障碍，在这种情况之下，我们来判断一下这些存货它的价值怎么样呢？如果说它真的是有大量的替代产品威胁它，那么这些存货可能后续会面临着很大的减值的风险，所以这个存货其实它的价值很可能是得不到保证的。而如果它的市场逐渐消

失，那么它的应收账款很可能也会存在很大的风险，所以在这种情况之下我们会发现它的资产当中有很多东西是存在着很大的减值风险的，这就意味着一旦这些资产它们确实减值了，这就意味着它的利润，目前我们所看到的利润实际上是不太可靠的。随着这些资产的减值，这些利润实际上马上就会大大地缩水。这就意味着，利润表所告诉我们的这种盈利状况其实可能是不太可信的，相反现金流量表所提供的信息可能更重要。

我们去看现金流量表的情况，会发现它现在的经营活动现金流的状况很不好。说明它其实卖东西收的钱不足以支付它采购、发工资、交税的，它的经营活动运行并不健康，而我们可以预期到随着这个产品它的市场越来越萎缩，它的经营活动现金流只能是进一步恶化。它现在投资投的也不算少，投了两个多亿，净投入出去，那么这些投资在做什么呢？它在扩大产能，这就会让人想到实际上随着它的市场的萎缩，它如果进一步扩大产能的话，其实它的风险会进一步的加大。看来这个企业未来的前景是不容乐观的。

在接下来的一年，它就暴出了 5 个亿的亏损。我们可以看到上一年还盈利 3 个多亿，下一年就亏损 5 个亿。很显然这个企业的业绩有一个非常大幅度的波动，但是如果我们正确地理解这个现金流量表当中所传递的信息，我们大概可以预期到它未来的业绩的变化。从这个企业的状况来看，我们会发现利润和现金流，现金流更重要。

我们再来看一看 B 这个公司，我们会发现这家公司和刚才 A 这个公司的现金流的状况非常的相似。虽然这个公司规模更大，它的经营活动现金流负的十几个亿，投资活动现金流也是负的十几个亿，这个公司它今年的净利润是 9 个亿。所以这同样是一个赚钱却没有钱的公司就这家公司而言，它到底什么东西发生了巨大的变化呢？我们会发现两个项目非常的引入注目，其中最引人注目的一个项目就是应收账款的大幅度的增加，在这一年当中它的应收账款的增加超过了 30 个亿，而同时它的存货也增加了 3 个多亿，所以说这两个项目的变化是造成刚才这种差额的最主要的一个原因。

大家可能会想这个公司应该比刚才的 A 公司未来的前景更加令人担忧、更加可怕。但事实上，在接下来的一年，这家公司的利润并没有下滑，相反还出现了大幅度的增长，从 9 个亿增加到了 14.5 个亿。而且在接下来的一年，它的现金流的状况也明显改观，经营活动现金流变成了正数。

那为什么这两个公司，表面上看起来完全一样，但是最后两个公司后续的发展却截然不同呢？B 这个公司所从事的业务，它是一个通讯设备制造。这个行业所生产的产品是用来给那些电信运营商提供这些基站，提供这些交换机等等这样一些设备。也就是说它是一些大型的设备，那这个行业是一种什么样的竞争状态呢？很明显在全球来讲，都是一个寡头垄断的行业，在整个全世界都是被几个大公司控制了。按理说在一个寡头垄断的行业当中，并不会有这样明显的应收款和存货的问题。

这个行业它有什么特点呢？它是生产一些大型的设备，其次，这些设备我们可以想象到它是有非常强的专用性的，所以它通常来讲它都是针对客户的需求来定制的，而这个设备本身的制造周期是比较长的，这就带来了一个问题，就是首先我肯定是拿了定单才会生产的，但是生产的周期比较长。所以当我在中间一个节点去看的时候，就会发现它可能是存货。它很多存货，那么这些存货被卖掉之后，它就变成了应收账款，但是谁欠它的钱呢？刚才说是一些

电信运营商，那么电信运营商通常来讲都是非常大的公司，在很多国家比如说像在中国，这些电信运营商都是由政府所控制的一些企业，完全是政府控股的，在其他的国家可能不一定是政府控股，但它同样也是一些非常大型的企业。所以在这些情况之下，我们会发现其实它的客户本身赖账的可能是性比较小的，虽然它们可能会凭借它们的谈判能力而拉长这个付款的周期，但是它通常来讲不会赖账，也就是说它的应收账款成为坏账的风险其实是比较小的。这就意味着它的存货，其实都是有定单的，并不愁它卖不出去。
实际上它的资产的价值是比较有保证的，在资产的价值比较有保证的情况之下，这就意味着我们的利润表的信息实际上是比较可靠的。我们现在看到它的利润状况 9 个亿，其实还是相当不错的。我们可以理解为什么它的经营活动现金流不好呢？是因为这个周期比较长，所以在整个这个周期没有完成收款这个环节之前，它实际上都是要自己贴钱进去的，所以这导致它的经营活动现金流在这个短期之内状况并不好。这也就是为什么在接下来的一年它的利润大幅度上涨，而且它的经营活动现金流也明显地改善。
所以从这个公司来看的话，利润比现金流更重要。

习题 9.5 以下哪一项目不可能是引起净利润和经营活动现金流差异的原因?
A 营业外收入大于 0 —— 净利润增加，经营活动现金流不确定
B 应收账款增加 ——净利润可能增加可能减少，经营活动现金流减少
C 应付账款增加 —— 净利润可能增加可能减少，经营活动现金流增加
D 对外投资支出 —— 投资就不是经营活动，所以完全不可能

9.6 对案例的总结和反思

1 当风险巨大的时候现金流重要
2 当风险可控的时候利润重要

在这一章当中我们讨论了，关于现金流量表的两个问题。第一个问题就是我们如何通过现金流量表的构成来解读这个公司的风险状况；第二个问题就是，在我们已经了解了现金流量表以及资产负债表和利润表之后，我们如何在这两个体系的信息当中做出取舍，也就是说利润和现金流到底哪个更重要。

十、财务分析与决策的实际应用

10.1 哪些人使用财务数据进行决策？

企业要赚钱，要创造更高的投资回报。而投资回报决定于效益和效率两个方面。

财务分析的方法如何应用在实际的工作当中？
在企业内部，可能会使用财务数据，因为其实哪怕是公司的管理层也未必对企业的状况一清二楚。他可能知道企业做了什么，但是做这些事情的原因以及做这些事情之后的结果、效果

如何，不一定能够一目了然地看到。所以他需要借助这些财务信息来了解自己的状况，那么了解了这些状况之后可以帮助他做很多事情，比如说可以帮助他做有效的投资决策，可以帮助他去提升企业的管理，可以帮助他制定更有效的战略。

企业可能还会对外去进行收购，就会涉及到我要看别的公司的报表。那这个时候我如何去通过读别的公司的报表，来正确地评价被收购企业的价值，并且来正确地评估被收购企业的风险，这同样是一个财务分析的一个应用的领域。

对企业外部来说，也有很多人会使用财务信息。这些人可能也无处不在，比如说对于一个商业银行来说，它要决定给一个公司是否提供贷款，它在很大程度上要参考这个公司的财务数据，通过对财务数据的了解，评价这个公司的偿债能力、偿债风险，最后来做出一个贷款的决策。

再比如说投资银行，它们也会使用财务信息，因为他们要判断一个企业的股票的价值是多少，那么它需要通过财务数据来了解这个企业的过去的状况，判断这个公司未来的发展，从而最终对这个公司进行估值。

比如一些私募股权投资基金，它们投资的企业可能还没有到上市的阶段，但是他们同样可能在投资的过程当中，会通过读这个企业的财务数据，最后来做出一个投资的决策。

实际上不仅仅是这些商业的领域，在一些政府和非盈利组织它们可能同样会对财务数据关心。比如说政府为什么会关注财务数据，可能是因为它通过这些财务数据可以了解不同行业的发展的状态，来决定当地的产业布局，来决定当地企业的经营状况，从而做出一些更有效的决策。

非盈利组织，可能同样要关心财务数据来了解组织内部的运行情况，当然也可能会了解跟它这个组织相关的一些其他机构它们的状况。

所以我们说财务分析可能大量地应用在各种各样的决策当中，当然主要的应用领域是商业决策，但是并不局限于商业这个领域。

10.2 财务分析与战略定位和投资决策

第八章案例分析回忆。

净现值大于 0，通常也叫它 NPV 大于 0，它的基本含义是说，我做一个投资的收益大于成本。净现值（Net present value, NPV）是一个投资项目未来收益贴现之后的总和减去投资成本之后的差额。一般认为，只有净现值大于 0 的项目才可行。

比如说一个非常简单的投资，我买一个机器设备。我这个投资的收益很显然是要在我使用这个设备的过程中逐渐获得的，也是说是未在来才能够获得的。而我做这个投资的成本是我现在在市场上买这个设备，我需要花钱，很显然这个成本是现在就支出的，而这个收益是未来才能得到的。

我们知道有一个概念叫现在，今天的一块钱和明天的一块钱它是不等值的。因为今天我拿到一块钱之后，我可以拿这个钱去做投资，到了明年的时候我就会获得一些投资收益，所以它就不再是一块钱那么多了，它可能变成了一块多。这就意味着未来不同时间点上的钱它们是不能够直接相加的，它们的价值是不等的，所以我们必须要做什么呢？对于我未来将要获得的这些收益，我需要把它折现成我现在的钱，也就是说，站在现在这个时间点上看，那些钱相当于我现在的多少钱，那我们管这个过程叫做贴现的过程。

当我把未来的那些钱都贴现到现在的钱之后，它们就可以相加了。那么这个时候这些未来的收益的总和（就是我的所有收益的现值），用这个现值减去我现在买这个机器所需要花费的成本（就是现在这个机器在市场上卖多少钱），它们的差额最后我们就叫净现值。

资金的时间价值（Time value of money）

指随着时间的推移而产生的资金的价值增值，这个增值缘于投资收益。因此，不同时间点的资金不能简单相加，当前的资金数额+投资收益=未来的资金数额，这里的当前资金数额与未来资金数额不相等，但是价值相同。

贴现(Discount)

是将未来的资金这算为当前资金数额的过程。未来资金数额÷（1+贴现率）=当前资金数额，这里的贴现率是投资收益率，在投资决策中一般为企业的加权平均资本成本。

收益大于成本，背后的经济含义到底是什么呢？
我们刚才说这个收益是未来的，它除了是未来的之外，它还有一个特点就是这个企业用这个机器所获得的收益。那我们知道不同的企业用同样的机器，它获得收益的能力，很可能是不一样的。所以我们说这个收益是这个企业自身，它可以获得的收益。

收益大于成本，而这个成本是什么呢？
就是我在市场上买这个机器所需要花的钱，也就是这个机器的市价。那这个市价是个什么样的经济含义？
市场价格，应该是按照一个中间的水平，即是个平均水平，也就是说市场上这个机器的价格实际上反映了大家用这个机器可以获得收益的一个平均水平。

因此我们就会发现刚才我们所说的收益大于成本，现在就转化成了一个什么概念呢？
就是这个企业用这个机器的收益要比大家用这个机器的平均收益要高。

那一个企业凭什么，它用同样的机器会比别人赚更多的钱？
可能有很多原因，比如说这个企业技术先进，所以相对来说它的成本就会比较低；或者比如说这个企业的销售能力很强，所以它可以把这个机器的产能充分地发挥出来，它也能把东西卖得掉，而别的企业可能就不能够让这个机器百分之百地开工；比如说这个企业的品牌很好或者它服务很好，它附加了很多的价值，所以让这个同样机器生产出来的东西可以卖到更高的价格。

我们所刚才说的这些东西是什么呢？
比如说它的技术比别人先进，或者它的品牌比别人好，或者服务比别人好，或者它的产能利

用率可以更高因为它的销售能力更强。
这些东西都是它相对于其他人来说，它什么地方更好，我们管这个叫竞争优势。
所以我们说这个净现值大于 0 真正的经济含义是，我在某一个领域，在这个投资所涉及的这个领域，我是具有竞争优势的，也就是说一个企业怎么才能够让自己的投资赚钱，必须是选择那些有竞争优势的领域去投资，它才能够赚钱。

这跟我们前面说过的，企业为股东创造价值实际上是完全一致的一个概念。我们现在说的是投资一个项目，我们投资一个项目的时候，如果我可以比行业平均赚得多，那么我就能够在这个项目上赚钱。我们可以把企业想象成是若干个投资项目的组合，如果我们在每一个项目上都比平均水平赚得多，那我们就知道作为这个企业来说，我们就比这个行业的平均盈利水平更高。这个企业就是有正的，经济利润它就为股东价创造值，这就是一个赚钱的企业。

所以我们说，在我们去做一个投资决策之前，我们要做的第一件事实际上是要评估自己的竞争优势。其实财务数据就是一个很好的很有效的方法，我们通过财务数据可以知道我们的优点和缺点是什么，我们知道我们擅长做什么不擅长做什么。

10.3 实际决策中还有哪些财务分析问题？

报表的真假，估值的方法等。

10.4 IBM 大中华区市场营销总监孙丽军谈财务分析与企业决策

（看视频）

10.5 中国建设银行市场风险部总经理杨军谈财务分析与商业银行决策

1 财务信息对银行风险管理起着重要的作用。
信用风险、市场风险、流动性风险、运营风险、声誉风险、战略风险等等。
在这些风险中，最主要的就是信用风险。
如何识别管控信用风险，是银行核心竞争力的体现。
所谓的信用风险，就是客户违约的风险。银行把贷款借给了借款人，到期能不能按期收回贷款的本金和利息。如果客户违约，不能够偿还贷款本金和利息，这就是违约风险，这也是信用风险。管理信用风险最主要的就是管理客户违约，怎么识别一个客户违约，怎么能够把高信用、好的客户从众多的企业中筛选出来，就是信用风险管理的基础。而财务指标在这个过程中发挥着重要的基础性作用。

信用风险（Credit Risk）
信用风险是银行贷款或投资债券中发生的一种风险，也即为借款者违约的风险。

市场风险(Market Risk / Market Exposure)
市场风险是指未来市场价格(利率、汇率、股票价格和商品价格)的不确定性对企业实现其既定目标的不利影响。市场风险可以分为利率风险、汇率风险、股票价格风险和商品价格风险，这些市场因素可能直接对企业产生影响，也可能是通过对其竞争者、供应商或者消费者间接对企业产生影响。

流动性风险（Liquidity Risk）

流动性风险是指因市场成交量不足或缺乏愿意交易的对手,导致未能在理想的时点完成买卖的风险。

运营风险（Operational Risks）

运营风险是指企业在运营过程中，由于外部环境的复杂性和变动性以及主体对环境的认知能力和适应能力的有限性，而导致的运营失败或使运营活动达不到预期的目标的可能性及其损失。

声誉风险（Reputation Risk）

声誉风险是指负面的公众舆论对银行造成的风险。

战略风险(Strategic Risk Management)

风险的基本定义是损失的不确定性，战略风险就可理解为企业整体损失的不确定性。战略风险是影响整个企业的发展方向、企业文化、信息和生存能力或企业效益的因素。战略风险因素也就是对企业发展战略目标、资源、竞争力或核心竞争力、企业效益产生重要影响的因素。

2 不同行业、不同企业，它的财务指标的风险特征是不一样的。

对制造业企业而言，客户的银行债务覆盖比以及利息费用比率，这两个指标就比较重要。所谓的银行债务覆盖率就是银行的利润对它的债务的覆盖程度；所谓的利息费用比例就是用利息费用的支出和销售收入的比。

我们发现，这两个指标对识别制造业的客户的违约风险就非常有效。

对批发、零售企业，客户的总资产周转率和销售收入存货比，这两个指标就比较有效。

所以说在运用财务指标，识别客户的风险、开发模型的过程中来讲，要结合不同行业、不同区域的特点来筛选出有真正识别力的财务指标。

银行债务覆盖比

即银行的利润对债务的覆盖程度，银行债务覆盖比是反映长期偿债能力的一个指标，计算方法是：(利润总额+财务费用+期末累计折旧-期初累计折旧)/(短期借款+长期借款+一年内到期的长期负债)。

3 在实践中，一定要确保财务信息的真实和准确。

在量化管理最重要的一点，就是数据的质量和基础。财务信息同样是这样的。在管理上就要去研究解决财务信息的质量问题（假数据、假信息、假报表等），有三个方面是非常重要的：第一，就是要建立识别假报表的这样的一个管理体系；第二，要研究建立财务信息的勾稽关系,就是通过相互之间的勾稽关系的检验，来判别数据的质量；第三，就是要建立数据的录入管理体系，要确保数据源的唯一性，要对这个数据源录入的质量进行管控。

对财务信息在银行经营决策中的作用要有一个客观的看待。要以财务数据为基础，但是说也要辅之以专家的经验判断。有些企业它的财务数据表面上看可能是很好的，利润率、流动性、

偿债能力都很好，但是这样一个企业如果说是一个高污染高能耗的一些企业，它就面临着比较大的政策性风险。
而有些企业可能在某些特定的时期，它的财务表现未必那么良好。比方说有一些房地产开发企业，它的项目开发销售，现金的回笼需要一定的周期。可能就会在某些年度某些时间段上表现得就不那么理想。
再比方说有些集团控股企业，它的财务指标就取决于对下属子公司的利润的分配，需要在经过合并报表处理之后，它的真实情况才能够得到反映。

所以说在利用财务指标进行决策的过程中，要注意引入专家的判断。我们依靠财务信息，而不能盲目地依赖财务信息。

总之，财务管理、财务信息对银行的经营管理和风险管理起着至关重要的作用。

10.6 中国国际金融有限公司研究部副总经理朱亚锋谈财务分析与证券投资决策

（看视频）